



**LAURÍ LUÍS RAUBER**

**IMPACTO DAS DIMENSÕES DE DESEMPENHO NO  
RETORNO DE AÇÕES EM SETORES DE COMPANHIAS  
ABERTAS BRASILEIRAS**

**LAVRAS - MG  
2020**

**LAURÍ LUÍS RAUBER**

**IMPACTO DAS DIMENSÕES DE DESEMPENHO NO RETORNO DE AÇÕES EM  
SETORES DE COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS**

Dissertação apresentada à Universidade Federal de Lavras, como parte das exigências do Programa de Pós-Graduação em Administração, área de concentração Gestão de Negócios, Economia e Mercados, para obtenção do título de Mestre.

Prof. Dr. Francisval de Melo Carvalho  
Orientador  
Prof. Dr. Gideon Carvalho de Benedicto  
Coorientador

**LAVRAS - MG  
2020**

**Ficha catalográfica elaborada pelo Sistema de Geração de Ficha Catalográfica da Biblioteca  
Universitária da UFLA, com dados informados pelo(a) próprio(a) autor(a).**

Rauber, Laurí Luís.

Impacto das Dimensões de Desempenho no Retorno de Ações  
em Setores de Companhias Abertas Brasileiras / Laurí Luís Rauber.  
- 2020.

109 p.

Orientador(a): Francisval de Melo Carvalho.

Coorientador(a): Gideon Carvalho de Benedicto.

Dissertação (mestrado acadêmico) - Universidade Federal de  
Lavras, 2020.

Bibliografia.

1. Finanças. 2. Desempenho. 3. Retorno de Ações. I. Carvalho,  
Francisval de Melo. II. Benedicto, Gideon Carvalho de. III. Título.

**LAURÍ LUÍS RAUBER**

**IMPACTO DAS DIMENSÕES DE DESEMPENHO NO RETORNO DE AÇÕES EM  
SETORES DE COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS  
IMPACT OF PERFORMANCE DIMENSIONS ON STOCK RETURNS IN  
BRAZILIAN PUBLICLY-HELD COMPANIES SECTORS**

Dissertação apresentada à Universidade Federal de Lavras, como parte das exigências do Programa de Pós-Graduação em Administração, área de concentração Gestão de Negócios, Economia e Mercados, para obtenção do título de Mestre.

Aprovado em 10 de fevereiro de 2020.  
Dr. Renato Silvério Campos (UFLA)  
Dr. Lélis Pedro de Andrade (IFMG)

Prof. Dr. Francisval de Melo Carvalho  
Orientador  
Prof. Dr. Gideon Carvalho de Benedicto  
Coorientador

**LAVRAS – MG  
2020**

*À Fernanda, minha amada esposa  
E às mais lindas filhas que poderia sonhar Sophia e Anitha  
Dedico*

## AGRADECIMENTOS

Primeiramente, agradeço a Deus pela vida, pela saúde e por me acompanhar a cada passo. Sua presença me sustentou em várias partes da jornada, e sem dúvidas ainda me levantará diante dos obstáculos.

Aos meus pais, Laurindo e Olirdes, exemplos que, desde sempre, ensinaram-me que o caminho exige esforço e que as conquistas devem ser merecidas. Seu esforço, na minha educação, sem dúvida é parte principal deste trabalho. Ao meu irmão Silvio, que em alguns momentos cruciais ajudou mais do que imagina.

À minha esposa Fernanda, pelo amor e empenho nesses dois anos de caminhada. Pela compreensão pelos dias que nos víamos apenas no jantar, por entender meus horários “malucos” de estudo. Pelo esforço que fez, abrindo mão de sua zona de conforto para nos mudarmos para Lavras, e apesar de todas as dificuldades que enfrentamos nesse período sempre tinha uma palavra gentil e um abraço. Às minhas filhas Sophia e Anitha, que apesar da pouca idade tiveram uma maturidade ímpar para entender meus momentos de estudo. Por celebrarem cada conquista minha com o entusiasmo típico das crianças e assim me motivar ainda mais em cada etapa. Esse esforço foi por vocês.

À Universidade Federal de Lavras, especialmente ao Programa de Pós-Graduação em Administração e Economia, pela oportunidade. Ao Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico – CNPq, que através da bolsa GM 133197/2018-2, permitiram-me a realização deste projeto.

Ao Prof. Francisval, pela orientação, ajuda e suporte e principalmente por entender algumas situações difíceis que ocorreram no ano de 2019. Seu apoio e incentivo foram fundamentais na reta final, quando as forças pareciam ser insuficientes. Agradeço ainda ao Prof. Gideon, que fez parte do comitê de orientação deste trabalho. Suas correções, foram particularmente preciosas.

Inúmeras pessoas ainda são dignas de serem citadas nestes agradecimentos, mas vou me restringir. Aos amigos de Mato Grosso, em especial a Laércio, pelo incentivo e pela semente plantada. Esse é o primeiro fruto. Aos amigos de Minas Gerais, cito, José Willer que em nossas conversas sempre explorou e estendeu as possibilidades deste trabalho.

Aos membros do Grupo de Estudos em Economia Industrial e Negócios Internacionais – GEINI, que sempre auxiliaram e ajudaram no decorrer desse processo, em especial Carlos, Cláudio, Clédison, Damián, Mariane, Rafaela e Sheldon.

**MUITO OBRIGADO!**

## RESUMO

Este trabalho teve como principal objetivo verificar como as dimensões de desempenho se relacionam as variações de retorno dentro dos setores da B3 (Brasil, Bolsa, Balcão). Porém a avaliação de desempenho de uma empresa está fundamentada em diferentes formas de mensuração e diferentes perspectivas de análise. Neste trabalho adotou-se os acionistas como os principais interessados no desempenho de uma organização. A remuneração do capital investido foi representada pela variação do preço das ações ou pela distribuição de dividendos, que nesta pesquisa compõe o retorno. O desempenho na literatura acadêmica possui diferentes abordagens e fatores causadores. Foi realizado um estudo bibliométrico a fim de identificar como essas abordagens se relacionam e os resultados indicaram que a maior parte dos trabalhos está relacionado ao campo estratégico, tanto nos estudos resultantes da busca, como, apresentando referências similares em diferentes abordagens. Alguns estudos adotam a nomenclatura de uma abordagem enquanto o contexto tem maior proximidade a outra abordagem. Dentro das sugestões para futuras pesquisas há uma recomendação por parte dos autores em replicar, em diferentes setores, o trabalho que estes desenvolveram. Essa diferenciação setorial levanta a percepção de que existem diferenças no impacto das variáveis em cada setor. Assim, no segundo momento, avaliou-se como o desempenho se relaciona com retorno, para cada setor da bolsa de valores. Essa análise foi conduzida por meio de Modelagem de Equações Estruturais e analisou separadamente seis setores da B3. Os dados compreendem o período entre 2011 e 2018, de empresas ativas. Dois construtos foram definidos a partir da literatura, levando em conta informações específicas da firma. Um construto foi baseado em informações econômico-financeiras e outro baseado em informações estratégicas. Indicadores macroeconômicos compuseram o terceiro construto e foram testados quanto ao seu impacto sobre os construtos de desempenho. No mesmo modelo testou-se o impacto destes três construtos sobre o retorno. Os resultados indicaram que diferentes indicadores são relevantes em cada setor quando os construtos econômico-financeiros e estratégicos são avaliados. Os resultados apontam que o construto econômico-financeiro tem uma relação positiva e significativa quando associado ao retorno para os setores de Bens Industriais, Materiais Básicos e Petróleo, Gás e Biocombustíveis. O construto estratégico também esteve positivamente relacionado ao retorno no setor de Materiais Básicos. O construto macroeconômico teve os mesmos indicadores representativos em todos os setores, contudo não foi significativo para todos os setores. O construto macroeconômico apresentou relação negativa com o retorno nos setores de Bens Industriais e Petróleo, Gás e Biocombustíveis. Esses resultados apontam que um modelo que explique os retornos utilizando os mesmos indicadores não é adequado a todos os setores, exigindo que os acionistas precisam compreender o momento e as especificidades setoriais a fim de uma alocação de recursos mais efetiva.

**Palavras Chave:** Bibliométrico, Estratégia, Agenda, Equações Estruturais, Setores.

## ABSTRACT

This work had as main objective to verify how the performance dimensions are related to the return variations within the B3 sectors (Brazil, Bolsa, Balcão). However, the performance evaluation of a company is based on different forms of measurement and different perspectives of analysis. In this work, shareholders are adopted as the main interested in the performance of an organization. The return on invested capital is represented by the variation in the share price or by the distribution of dividends, which in this research make up the return. Performance in academic literature has different approaches and causative factors. To this end, a bibliometric study was carried out in order to identify how these approaches are related, and the results indicated that most of the works are related to the strategic field, both in the search results studies and with similar references in different approaches. Some studies adopt the nomenclature of one approach while the context is closer to another approach. Within the suggestions for future research, there is a recommendation on the part of the authors to replicate, in different sectors, the work they have developed. This sectorial differentiation raises the perception that there are differences in the impact of variables in each sector. Thus, in the second moment, it was evaluated how performance is related to return, for each sector of the stock exchange. This analysis was conducted using Structural Equation Modeling and separately analyzed six sectors of B3. The data covers the period between 2011 and 2018, of active companies. Two constructs were defined from the literature, taking into account specific information from the firm. One construct was based on economic and financial information and the other based on strategic information. Macroeconomic indicators made up the third construct and were tested for their impact on performance constructs. In the same model, the impact of these three constructs on return was tested. The results indicated that different indicators are relevant in each sector when the economic-financial and strategic constructs are evaluated. The results show that the economic-financial construct has a positive and significant relationship when associated with the return to the sectors of Industrial Goods, Basic Materials and Oil, Gas, and Biofuels. The strategic construct was also positively related to the return in the Basic Materials sector. The macroeconomic construct had the same representative indicators in all sectors; however, it was not representative for all sectors. The macroeconomic construct presented a negative relationship with the return in the Industrial Goods and Oil, Gas, and Biofuels sectors. These results indicate that a model that explains returns using the same indicators is not suitable for all sectors, requiring shareholders to understand the moment and sector specificities in order to allocate resources more effectively.

**Keywords:** Bibliometric, Strategy, Agenda, Structural Equations, Sectors.



## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Fatores determinantes da competitividade da indústria.....	22
Figura 2 – Fluxograma Metodológico base para a caracterização deste trabalho. ....	28
Figura 3 – Modelo para condução da Revisão Bibliográfica Sistemática – RBS <i>Roadmap</i> . 33	
Figura 4 – Modelo estrutural proposto. ....	35
Figura 5 – Quadro de resumo da metodologia. ....	36
Figura 6 – Modelo para condução da Revisão Bibliográfica Sistemática – RBS <i>Roadmap</i> . 47	
Figura 7 – Esquematização da etapa de entrada. ....	49
Figura 8 – Distribuição dos resultados por base e termo de busca. ....	50
Figura 9 – Evolução das publicações e número de citações por ano. ....	51
Figura 10 – Termos mais recorrentes nos títulos dos estudos. ....	55
Figura 11 – Evolução das publicações e número de citações por ano. ....	56
Figura 12 – Termos mais recorrentes nos títulos dos estudos. ....	59
Figura 13 – Evolução das publicações e número de citações por ano. ....	60
Figura 14 – Termos mais recorrentes nos títulos dos estudos. ....	64
Figura 15 – Evolução das publicações e número de citações por ano. ....	64
Figura 16 – Evolução das publicações e número de citações por ano. ....	68
Figura 17 – Evolução das publicações e número de citações por ano. ....	68
Figura 18 – Proximidades temáticas dos termos. ....	75
Figura 19 – Agenda de estudos sugerida pelos trabalhos mais recentes. ....	77
Figura 20 – Modelo teórico interno proposto. ....	96

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Alguns construtos e indicadores utilizados pela academia.....	25
Tabela 2 – Indicadores utilizados no estudo.....	34
Tabela 3 – Principais periódicos que publicaram sobre <i>Business Performance</i> . ....	52
Tabela 4 – Trabalhos mais citados sobre <i>Business Performance</i> .....	53
Tabela 5 – Principais referências nos estudos buscados em <i>Business Performance</i> .....	54
Tabela 6 – Trabalhos mais citados sobre <i>Economic Performance</i> .....	57
Tabela 7 – Principais periódicos que publicaram sobre <i>Economic Performance</i> . ....	58
Tabela 8 – Principais referências nos estudos buscados em <i>Economic Performance</i> .....	58
Tabela 9 – Trabalhos mais citados sobre <i>Financial Performance</i> . ....	61
Tabela 10 – Principais periódicos que publicaram sobre <i>Financial Performance</i> .....	62
Tabela 11 – Principais referências nos estudos buscados em <i>Financial Performance</i> . ....	63
Tabela 12 – Trabalhos mais citados sobre <i>Firm Performance</i> .....	65
Tabela 13 – Principais periódicos que publicaram sobre <i>Firm Performance</i> . ....	66
Tabela 14 – Principais referências nos estudos buscados em <i>Firm Performance</i> .....	67
Tabela 15 – Trabalhos mais citados sobre <i>Organizational Performance</i> . ....	69
Tabela 16 – Principais periódicos que publicaram sobre <i>Organizational Performance</i> .....	70
Tabela 17 – Principais referências nos estudos sobre <i>Organizational Performance</i> . ....	70
Tabela 18 – Principais periódicos que publicam sobre desempenho das organizações. ....	72
Tabela 19 – Principais referências das pesquisas sobre desempenho nas organizações. ....	73
Tabela 20 – Indicadores de desempenho econômico-financeiro.....	88
Tabela 21 – Determinantes de desempenho estratégico.....	90
Tabela 22 – Determinantes macroeconômicos.....	92
Tabela 23 – Setores analisados.....	93
Tabela 24 – <i>Outer loadings</i> dos modelos para setores individuais. ....	97
Tabela 25 – Confiabilidade composta e validade convergente. ....	98
Tabela 26 – Coeficientes de caminho para os modelos.....	99
Tabela 27 – Análise do $r^2$ dos modelos quando associados ao retorno. ....	101
Tabela 28 – Análise do $Q^2$ dos modelos quando associados ao retorno.....	101
Tabela 29 – Análise dos efeitos ( $f^2$ e $q^2$ ) dos construtos quando associados ao retorno. ....	102
Tabela 30 – Relação de hipóteses aceitas em relação aos setores. ....	104

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>13</b>
1.1	Contextualização do tema.....	13
1.2	Problema de pesquisa.....	15
1.3	Objetivos.....	15
1.3.1	Objetivos específicos.....	16
1.4	Justificativas da Pesquisa.....	16
1.5	Estrutura do Trabalho.....	17
<b>2</b>	<b>REFERENCIAL TEÓRICO.....</b>	<b>18</b>
2.1	O Desempenho pela Teoria de Crescimento da Firma.....	18
2.2	Teoria dos <i>Stakeholders versus</i> Teoria dos <i>Shareholders</i> .....	19
2.3	As dimensões de desempenho.....	19
2.3.1	Desempenho Econômico-Financeiro.....	21
2.3.2	Desempenho Estratégico.....	22
2.3.3	Variáveis Macroeconômicas.....	23
2.3.4	O Retorno de Ações.....	24
2.4	Revisão de Literatura.....	25
<b>3</b>	<b>METODOLOGIA.....</b>	<b>28</b>
3.1	Da Classificação da pesquisa.....	29
3.1.1	Abordagem do Problema.....	29
3.1.2	Temporalidade.....	29
3.1.3	Natureza dos objetivos Metodológicos.....	30
3.1.4	Método.....	30
3.1.5	Técnica de Coleta de Dados.....	30
3.1.6	Tipo de amostragem.....	31
3.2	Da Coleta dos Dados.....	31
3.3	Dos Artigos.....	32
3.3.1	Artigo 1.....	32
3.3.2	Artigo 2.....	33
3.4	Resumo da Metodologia.....	35
<b>4</b>	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>37</b>
	<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>40</b>

<b>SEGUNDA PARTE .....</b>	<b>45</b>
<b>ARTIGO 1 - O DESEMPENHO DENTRO DAS ORGANIZAÇÕES: UMA REVISÃO SISTEMÁTICA SOBRE AS PRINCIPAIS ABORDAGENS .....</b>	<b>45</b>
<b>1 INTRODUÇÃO.....</b>	<b>46</b>
<b>2 MÉTODO DE PESQUISA.....</b>	<b>47</b>
<b>2.1 Entrada.....</b>	<b>47</b>
<b>2.2 Processamento.....</b>	<b>48</b>
<b>2.3 Saídas.....</b>	<b>49</b>
<b>3 RESULTADOS .....</b>	<b>50</b>
<b>3.1 Business Performance .....</b>	<b>51</b>
<b>3.2 Economic Performance .....</b>	<b>55</b>
<b>3.3 Financial Performance .....</b>	<b>60</b>
<b>3.4 Firm Performance .....</b>	<b>64</b>
<b>3.5 Organizational Performance .....</b>	<b>68</b>
<b>4 IMPLICAÇÕES E DISCUSSÕES .....</b>	<b>71</b>
<b>4.1 Mapeamento dos termos .....</b>	<b>73</b>
<b>5 AGENDA PARA ESTUDOS FUTUROS .....</b>	<b>76</b>
<b>5.1 Replicar os Estudos .....</b>	<b>76</b>
<b>5.2 Aprofundar a pesquisa.....</b>	<b>78</b>
<b>5.3 Aumentar a Abrangência dos estudos .....</b>	<b>78</b>
<b>6 CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>79</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>80</b>
<b>ARTIGO 2 - IMPACTO DO DESEMPENHO SOBRE RETORNO DE AÇÕES PARA SETORES DA B3: ANÁLISE A PARTIR DAS DIMENSÕES ECONOMICO – FINANCEIRA, ESTRATÉGICA E MACROECONÔMICA.....</b>	<b>84</b>
<b>1 INTRODUÇÃO.....</b>	<b>85</b>
<b>2 DESEMPENHO E RETORNO DE AÇÕES.....</b>	<b>86</b>
<b>2.1 Indicadores de Desempenho .....</b>	<b>87</b>
<b>2.1.1 Desempenho Econômico-Financeiro .....</b>	<b>88</b>
<b>2.1.2 Desempenho estratégico .....</b>	<b>89</b>
<b>2.1.3 Dimensão Macroeconômica .....</b>	<b>91</b>
<b>3 METODOLOGIA.....</b>	<b>92</b>
<b>3.1 A coleta dos dados e a amostra.....</b>	<b>93</b>
<b>3.2 Análises realizadas.....</b>	<b>94</b>

<b>4</b>	<b>RESULTADOS E DISCUSSÕES.....</b>	<b>95</b>
<b>5</b>	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>105</b>
	<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>106</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Apesar da falta de consenso entre os pesquisadores o desempenho tem ganhado cada vez mais destaque, tanto dentro das organizações, quanto para usuários externos. Prever o desempenho auxilia tanto no processo de tomada de decisões de gestão, no caso de usuários internos, quanto no processo tomada de decisão de investimentos por parte dos acionistas. Diferentes determinantes e métodos são utilizados para identificar, a partir de dados passados desempenhos futuros.

Esses determinantes representam diferentes aspectos específicos da empresa e foram organizados em dimensões (construtos). Além destes aspectos específicos, fatores macroeconômicos também podem afetar o desempenho. Contudo se questiona se um mesmo modelo é representativo para os diferentes setores da bolsa, e se as relações evidenciadas em um setor podem ser aplicadas aos demais.

Este trabalho explora o desempenho pela sua abordagem na literatura e as diferentes nomenclaturas. Analisa-se também as relações entre desempenho, determinado sob a perspectiva econômico-financeira, estratégica e macroeconômica, e retorno de ações, em diferentes setores da B3 (Brasil, Bolsa, Balcão).

### 1.1 Contextualização do tema

O desempenho da empresa não tem um conceito definido pela academia e que seja consenso entre os pesquisadores (CARNEIRO et al., 2007; KARPINSKI; KÜHL, 2018). Para além dos conceitos, suas métricas também geram diferentes pontos de vista, afinal, em geral é considerada como uma variável latente, sem um indicador específico que a avalie. Outro ponto ainda, como propõe Carneiro *et al.* (2007) é o fato de que tipo de desempenho, ou dimensão, está se medindo, e sob qual perspectiva, pois a escolha das variáveis pode apontar para resultados divergentes.

A avaliação de desempenho de uma empresa está fundamentada em diferentes formas de mensuração e diferentes perspectivas de análise. Um dos primeiros estudos que busca identificar o que determina o desempenho de uma empresa é atribuído a Schamlensee (1985) que dentro de uma perspectiva estratégica, aponta um efeito setorial sobre o desempenho das empresas. O autor não evidencia o efeito da firma sobre o desempenho.

Estudos posteriores contradizem essa perspectiva enfatizando que diferenças dentro da empresa como causas das diferenças entre as rentabilidades (MORAES, 2005). Barney (1991),

afirma que as bases da vantagem competitiva se devem aos recursos que a firma dispõe. Quando esses recursos são raros, não imitáveis e não comercializáveis, proporcionam a organização um diferencial competitivo. Nelson (1991) aponta ainda que empresas diferem na forma de gerir seus recursos, o que implica também em diferenças de desempenho dentro de uma mesma indústria.

Assim, Hansen e Wernerfelt(1989) abordam essa discordância dividindo o desempenho em duas posições, uma fundamentada na tradição econômica e suas influências no sucesso de uma empresa, a outra, em contrapartida joga luz sobre fatores organizacionais e que a adaptação ao ambiente contribui para o bom desempenho da organização. O trabalho destes autores envolve duas dimensões diferentes de desempenho.

Kumari e Kumar (2018) realizaram uma revisão das publicações e identificaram que normalmente os estudos relacionados a desempenho adotam quatro perspectivas. Um grupo que aponta o desempenho sendo determinado por fatores macroeconômicos, e estes assumem um efeito indireto sobre o desempenho. Um segundo grupo que relaciona fatores estratégicos como determinantes de desempenho das empresas, sendo que este grupo se subdivide em uma vertente que adota uma postura mais clássica apontando os efeitos setoriais, enquanto a outra foca nos fatores internos da empresa, com foco especial na *Resources Based View* – RBV. O outro grupo estuda a firma da perspectiva financeira, apropriando-se de indicadores da vertente estratégica ligada a RBV, contudo com técnicas de análise bem diferentes, com foco nos acionistas e nos eventuais retornos.

Estudos que abordam o cenário brasileiro também vêm discutindo formas de mensurar desempenho, sendo que Carneiro *et al.* (2007) propõe um modelo conceitual para análise de desempenho utilizando Modelagem de Equações Estruturais. Santos e Brito (2012) por meio deste modelo de análise identificam cinco dimensões sendo quatro relacionadas a fatores estratégicos e a dimensão financeira sendo de segunda ordem e composta por Crescimento e Lucratividade. Não encontraram subsídios para um construto de segunda ordem relacionado a performance estratégica.

Como os fatores macroeconômicos não foram levados em consideração nas análises de Santos e Brito (2012), este trabalho busca incorporá-los, assumindo que afetam indiretamente o desempenho das organizações, como sugere Kumari e Kumar (2018). Para além dos impactos macroeconômicos, busca-se evidências acerca de como o desempenho é influenciado pelo setor de atuação (RUMELT, 1991; SCHMALENSEE, 1985), assim como a partir dos recursos específicos da empresa (BARNEY, 1991; NELSON, 1991).

Bandeira-de-Mello e Marcon (2006) em seu estudo discutiram mensuração de

desempenho em ambientes turbulentos e apontaram que os setores sofrem significativas influências em relação ao ano. Os autores ainda indicam que turbulências macroeconômicas impactam de forma diferente os setores e a estrutura de capital diferenciada entre os setores determinam a atratividade e o potencial de criação de valor.

## **1.2 Problema de pesquisa**

A fim de financiar os investimentos, as empresas optam por abrir seu capital visando captar recursos que não seriam possíveis por meio de aporte direto dos proprietários. Captar recursos no mercado implica em pulverizar a propriedade, sendo, portanto, necessária a separação entre propriedade e controle, gerando assim problemas de agência (BERLE, 1932; JENSEN; MECKLING, 1976; ROCHA et al., 2012).

Os proprietários agora passam a ser os acionistas, que têm voltado suas atenções cada vez mais para o desempenho organizacional, exigindo das empresas aprimoramento de ferramentas e mecanismos de avaliação de sua performance (KARPINSKI; KÜHL, 2018). Entendendo que “o desempenho não é homogêneo” (BRITO; VASCONCELOS, 2004 p. 108), os investidores tendem a procurar as melhores oportunidades para alocar seus recursos a fim de maximizar seus retornos.

A teoria da firma (PENROSE, 2006), aponta o lucro e crescimento como principais objetivos da firma sendo assim as justificativas para a existência das empresas. Sua inclusão como determinantes do desempenho financeiro da firma é amplamente difundida, e estão entre os principais aspectos avaliados pelos acionistas ao adquirir ações de uma empresa (GATSIOS, 2014; LIMA, 2010; SANTOS; BRITO, 2012; SELVAM et al., 2016). Contudo, fatores estratégicos também impactam no desempenho, assim como fatores macroeconômicos indiretamente impactam (KUMARI; KUMAR, 2018).

Agregando essas três dimensões que influenciam o desempenho em um modelo agrupado, este trabalho questiona:

**Como as dimensões de desempenho impactam o retorno de ações em setores da B3?**

## **1.3 Objetivos**

O objetivo geral deste trabalho é:

- Verificar como as dimensões de desempenho impactam o retorno de ações em setores



da B3.

### **1.3.1 Objetivos específicos**

Para que este objetivo seja plenamente atingido, são definidos os seguintes objetivos específicos que seguem:

- Identificar, por meio de um estudo bibliométrico sobre desempenho das firmas, as temáticas relacionadas às principais abordagens construindo uma agenda para futuros estudos;
- Analisar como as dimensões de desempenho construídas a partir de fatores específicos da firma e fatores macroeconômicos se relacionam com retorno, para cada setor da B3.

## **1.4 Justificativas da Pesquisa**

O primeiro ponto em que é pautado esse trabalho é a inexistência de uma definição clara acerca de desempenho da empresa, bem como de quais informações devem ser utilizadas para determiná-lo. Esse debate na academia é marcado por resultados conflitantes, que podem ser atribuídos a incompreensão do significado de desempenho (CARNEIRO et al., 2007).

Várias correntes teóricas têm procurado estudar a heterogeneidade do desempenho das empresas. A ênfase no estudo do desempenho como variável dependente se apresenta de maneira mais constante em pesquisas relacionadas ao campo estratégico, contudo, há uma defesa de que o desempenho deve ser previsto, entendido e determinado em todas as áreas dos estudos organizacionais (BRITO; VASCONCELOS, 2004).

Em geral o desempenho financeiro é utilizada em grande parte dos estudos, utilizando medidas contábeis de lucratividade como indicadores (SELVAM et al., 2016), entretanto, estas podem não ser suficientes dependendo da abordagem que se deseja dar a pesquisa (CARNEIRO et al., 2007), principalmente porque dentro de uma empresa existe um diverso conjunto de atividades que exercem influência em seu desempenho (KUHL; KUHL; GUSMÃO, 2014). Assim, esse trabalho pode agregar contribuições a discussão sobre o que é desempenho, que se sustenta a décadas. Pretende ainda indicar quais são as informações mais relevantes na mensuração do desempenho.

Os indicadores contábeis, utilizados como métricas do desempenho econômico-financeiro, são amplamente utilizados para explicar os retornos das empresas no mercado de capitais e para a tomada de decisões de investimento (MOTA; TAVARES, 2015). Assim, essas informações servem de base para um extenso grupo de acionistas tomar suas decisões quanto a

investimento e seleção de portfólio.

Dessa forma, espera-se com este trabalho fornecer subsídios aos investidores quanto a relação de cada dimensão do desempenho nos setores da bolsa de valores, bem como identificar qual dimensão exerce influência significativa em cada setor. Outra possível contribuição é identificar entre as dimensões de desempenho, qual o impacto do desempenho econômico-financeiro, visto que é o mais amplamente utilizado para suporte as decisões.

Assim, esse trabalho visa explorar essa relação entre desempenho e retorno de ações, abordando a diferença de desempenho das firmas nos setores, bem como levando em consideração os impactos macroeconômicos sobre os setores e como essas diferenças impactam o retorno das ações. Esse trabalho visa preencher, portanto, uma lacuna pouco explorada pela literatura acadêmica e assim fornecer informações que possam, pelo menos em parte, contribuir nestas discussões.

## **1.5 Estrutura do Trabalho**

Este trabalho obedece à estrutura de artigos, prevista nas normas da Universidade Federal de Lavras. Desse modo, ele é composto por duas partes. A primeira parte é composta por uma Introdução que objetiva situar o leitor acerca da temática do trabalho, dando contexto para o que se discute posteriormente, esclarecendo os objetivos e justificando a abordagem da pesquisa.

No Referencial Teórico é abordada a evolução das pesquisas relacionadas ao tema, buscando identificar os posicionamentos de cada autor acerca do assunto e considerar os resultados obtidos para posterior discussão. Há também uma parte específica para explanar acerca da metodologia utilizada para obtenção dos resultados, que se denomina Metodologia.

As considerações finais trazem uma explanação rápida dos principais resultados obtidos e das contribuições que estes resultados podem agregar. Posteriormente são apresentadas as referências bibliográficas utilizadas no trabalho.

Na segunda parte do trabalho são apresentados os artigos da pesquisa que constituem o esforço maior deste trabalho. Estes têm incumbência de responder aos objetivos propostos anteriormente, em que os resultados obtidos serão discutidos individualmente. Cada artigo trará em sua estrutura seu próprio referencial teórico, metodologia, discussão de resultados, conclusão e referências bibliográficas.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

Para que seja possível responder o questionamento central deste trabalho, são discutidos neste tópico conceitos sobre desempenho e algumas das perspectivas pela qual ele pode ser analisado. Ainda, são discutidas as dimensões, ou construtos, de desempenho que serão utilizadas na análise empírica. Traz-se uma revisão de estudos publicados que envolvem a temática.

### 2.1 O Desempenho pela Teoria de Crescimento da Firma

No decorrer de décadas, muitas definições são atribuídas ao desempenho. Sua conceituação é dada pelo problema e não pela teoria (CARNEIRO et al., 2007). Analisando um pouco melhor o que poderia ser entendido como desempenho, é necessário compreender o que motiva uma organização. Nesse ponto, é possível encontrar suporte nas teorias econômicas como a proposta por Penrose (2006), que trata da Teoria de Crescimento da Firma e aborda as motivações envolvidas num processo empresarial.

A motivação primária é o Lucro. Empresas são movidas pela oportunidade de gerar ganhos, que podem ser distribuídos aos proprietários por meio de dividendos ou então reinvestidos na empresa, contribuindo assim para a perenidade da empresa. Fica então evidente a outra motivação, o crescimento a longo prazo, ou a continuidade dos lucros. Obviamente que ambas as perspectivas possuem suas verdades, tanto que Carneiro *et al.* (2007) defende que a definição conceitual de desempenho deve ser orientada pelos objetivos específicos da firma, sua orientação para curto e longo prazo.

Ambos os objetivos conseguem ser maximizados simultaneamente até certo ponto, pois a partir deste, aumentar os lucros implica em diminuir os investimentos, passando então a ser uma relação inversamente proporcional, cabendo então ao gestor escolher qual objetivo privilegiar. Essa decisão vista pela teoria dos stakeholders dificulta a mensuração do desempenho, pelo fato de não ser claro o que o gestor prioriza em cada momento e se essa priorização impacta de igual forma todos os atores (JENSEN, 2002; SILVEIRA; YOSHINAGA; BORBA, 2005).

A teoria econômica, encontra alguns obstáculos quando explorada, como questões quanto a interesses conflitantes de stakeholders. A empresa é tratada como uma caixa preta, com entradas e saídas, cuja principal função é maximizar o lucro, mais especificamente o valor presente (JENSEN; MECKLING, 1976).

## 2.2 Teoria dos *Stakeholders* versus Teoria dos *Shareholders*

Quando se observa o desempenho de uma empresa, cabe analisar sob a perspectiva de quem esse desempenho é mensurado. A teoria dos *stakeholders*, aponta a existência de diversos grupos que são afetados quando uma empresa alcança seus objetivos, assim como esses mesmos grupos podem afetar o alcance destes objetivos. Atender todas as partes é uma tarefa, em muitos casos, impossível, assim a empresa precisa direcionar um grupo ou grupos de *stakeholders* que terão seus interesses priorizados (FREEMAN, 2010; SANTOS; BRITO, 2012).

Focando em dois grupos de interesses conflitantes, primeiramente tem-se os gestores que visam estratégias relacionadas a sobrevivência da empresa por meio do aumento da participação de mercado. Essa prática induz conseqüentemente a maiores custos, que vai de encontro com os interesses do segundo grupo, os acionistas, que visam uma taxa de retorno de seus investimentos que supere o custo de oportunidade (GARTNER, 2010; MARCOS et al., 2019).

Geralmente são priorizados os grupos que detém maior poder sobre a empresa (SANTOS; BRITO, 2012), que condiz com o proposto pela teoria de maximização de retorno dos acionistas (JENSEN, 2001). Um dos argumentos que suportam a teoria dos *shareholders*, é a posse do capital, e manutenção deste alocado na empresa. Outro argumento ainda, é o fato de que estes recebem seus proventos após todas as obrigações da empresa para com os demais *stakeholders* terem sido quitadas (SILVEIRA; YOSHINAGA; BORBA, 2005).

Mecanismos de proteção aos acionistas foram então implementados, após investidores, principalmente em países desenvolvidos, restringirem seus investimentos pelo risco associado. A governança corporativa entra em cena como uma ferramenta de controle e com poder de alavancar de forma satisfatória o desempenho econômico-financeiro das empresas (MACEDO; CORRAR, 2012; MARCOS et al., 2019). A perspectiva do acionista passa então a ser um balizador do desempenho, visto que seus interesses enquanto investidor são priorizados.

## 2.3 As dimensões de desempenho

Tão heterogêneo quanto o conceito de desempenho são as formas de mensurá-lo. Em muitos estudos o desempenho da empresa é abordado como uma construção latente ou superordenada. Essa construção existe em um nível mais abstrato que suas dimensões, já em outros estudos há a opção por trabalhar-se com construtos separados, enquanto um terceiro grupo opta pela adoção de um modelo agrupado, baseando-se na premissa de que o desempenho

é um modelo complexo e que deve agregar componentes diversos para que seja adequado (MILLER; WASHBURN; GLICK, 2013).

Miller, Washburn e Glick (2013) após uma rigorosa análise defendem a utilização de construtos separados de forma que cada qual explique uma nuance de desempenho. Para os autores, uma abstração latente de desempenho não detém rigor científico para que seja defendida e em muitos casos seus resultados positivos provem da sorte e da adequação dos dados.

Venkatraman e Ramanujam (1986) em seu trabalho seminal sobre business performance, indicam a necessidade de se abordar aspectos financeiros e não financeiros ao se analisar o desempenho de uma empresa. Para os autores, o desempenho da empresa é um somatório de seu desempenho financeiro e organizacional, em que a primeira aborda medidas financeiras e o segundo variáveis não financeiras.

Kaplan e Norton (1997) apontam que utilizar indicadores oriundos de práticas contábil-financeiras é importante, contudo, eles não conseguem expressar todos os objetivos estratégicos que a empresa define. Desse modo, “muitos estudos vêm buscando integrar estes indicadores com outros não financeiros, formando, assim, uma avaliação focada em diversas naturezas do desempenho organizacional, visto que os gestores necessitam de indicadores sobre vários aspectos” (MACEDO; CORRAR, 2012).

Kumari e Kumar (2018) analisaram estudos empíricos que abordam esse assunto e categorizaram esses estudos a partir de três grandes áreas. Os trabalhos classificados segundo fatores macroeconômicos, defendem que impactos sistêmicos afetam o desempenho das organizações, contudo aceitam que este efeito é indireto.

Dentro da classificação estratégica, há uma subdivisão, em que um grupo defende fatores relacionados a teoria Estrutura- Conduta-Desempenho, em que o tamanho e a estrutura da empresa são fatores determinantes de seu desempenho. O segundo grupo aborda a visão baseada em recursos (Resource Based View – RBV), em que os fatores específicos da empresa influenciam no desempenho. Essa adoção de fatores específicos também é adotada pelos estudos que utilizam variáveis econômico-financeiras como determinantes de desempenho (KUMARI; KUMAR, 2018).

Testando um modelo estrutural Santos e Brito (2012) construíram sete dimensões de desempenho a partir de fatores econômicos (dois) e estratégicos (cinco), e seus resultados apontaram a existência de um construto de desempenho financeiro (nomenclatura definida pelos autores), de segunda ordem contudo não evidenciaram um construto para a dimensão estratégica.

A existência de um construto de segunda ordem a partir de indicadores financeiros, e a existência de fatores estratégicos significativos, corroboram com a proposição na qual o desempenho é determinado por indicadores econômico-financeiros e organizacionais (SANTOS; BRITO, 2012; VENKATRAMAN; RAMANUJAM, 1986). Kumari e Kumar (2018) indicam ainda a existência de um construto macroeconômico, que exerce influência indireta sobre o desempenho. Assim este trabalho pretende trabalhar com esses 3 construtos a fim de validar essa influência.

### **2.3.1 Desempenho Econômico-Financeiro**

Indicadores econômico-financeiros têm sido utilizados como ferramenta para mensurar o desempenho das organizações em grande parte dos estudos, sendo utilizado para tal informações da contabilidade financeira (MARCOS et al., 2019). Eles capturam uma visão genérica da empresa (pela ótica econômico-financeira), fornecendo informações úteis e compreensíveis sobre o passado da empresa permitindo projeções futuras de desempenho (MACEDO; CORRAR, 2012).

Contudo, entre as principais críticas ao uso de informações financeiras está o fato de serem informações produzidas a fim de atender a usuários externos e satisfazer as necessidades impostas pela separação entre controle e capital. O argumento ainda pauta que não refletem informações sobre clientes e eficácia de processos dentro da organização, simplesmente porque não foram criadas para isso (ATKINSON; WATERHOUSE; WELLS, 1997).

As informações econômico-financeiras, porém, são utilizadas no interior das companhias e também alimentam análises e processos decisórios que ocorrem externamente, envolvendo grupos que têm interesses na corporação, mas que usualmente não participam de seu processo decisório (GARTNER, 2010). Indicadores financeiros ainda tem sua utilização defendida por pesquisadores que relacionam a perspectiva de criação de valor com desempenho, indicando assim que o valor efetivamente agregado ao acionista de alguma forma está relacionado a avaliação da empresa (CARVALHO; KAYO; MARTIN, 2010).

Dentre os indicadores que empresas buscaram para satisfazer seus investidores está o desempenho financeiro superior, que pode ser representada basicamente pela Rentabilidade, Crescimento e Valor de Mercado. A rentabilidade é o peso de decisões passadas na capacidade da empresa de gerar retornos. Partindo também de decisões anteriores, o crescimento baseia-se no aumento de tamanho da empresa (SANTOS; BRITO, 2012; SELVAM et al., 2016).

Brito e Brito (2012) argumentam que indicadores do desempenho econômico-financeiro

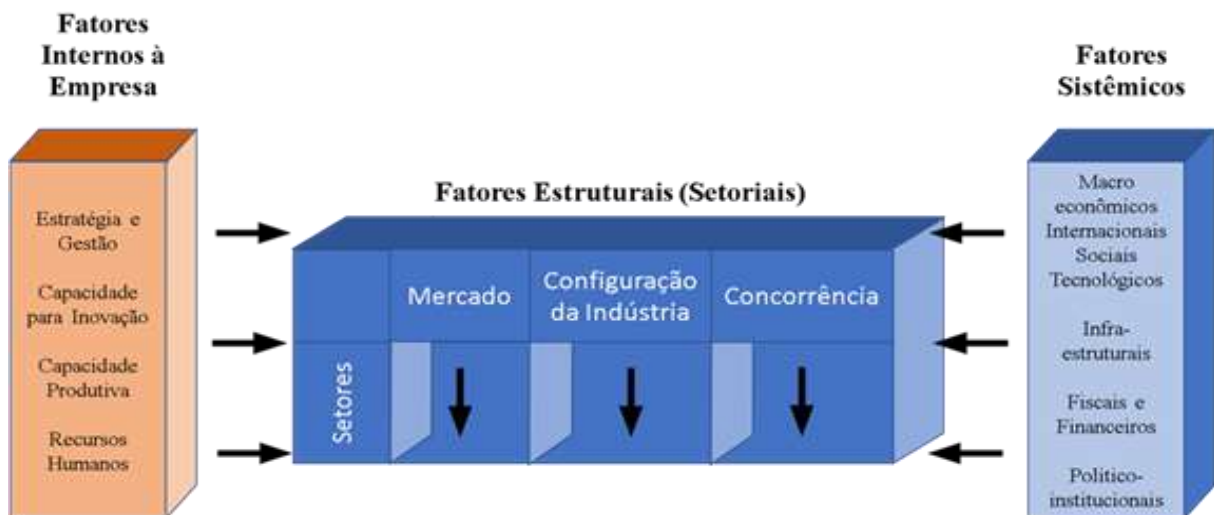
não são suficientes para evidenciar um desempenho superior de uma empresa em relação aos concorrentes, pois capturam apenas uma parte do valor criado pela organização. Associando ainda ao proposto por Venkatraman e Ramanujam (1986) o desempenho da empresa é composto não apenas por informações financeiras, como pelo seu desempenho organizacional, neste trabalho denominado estratégico (SANTOS; BRITO, 2012).

### 2.3.2 Desempenho Estratégico

A história das construções teóricas em estratégia oferece diferentes perspectivas para se entender a diversidade observada no desempenho. A vantagem competitiva surge como construto dominante na explicação do porquê algumas empresas apresentam desempenho superior. Esse diferencial competitivo pode derivar tanto de recursos e competências específicos da empresa, como por explorar uma posição específica e protegida dentro do mercado (BRITO; VASCONCELOS, 2004).

Na Figura 1, o modelo de criação de vantagem competitiva elaborado por Coutinho e Ferraz (1995), indica vários fatores (internos, estruturais e sistêmicos) exercendo impacto sobre a empresa e sobre a competitividade.

Figura 1 – Fatores determinantes da competitividade da indústria.



Fonte: Coutinho e Ferraz (1995).

Assim, outros fatores além de sua vantagem competitiva podem exercer influências, como o fato de pertencer a um setor da indústria e conseqüentemente um resultado de uma determinada empresa pode afetar o conjunto de empresas pertencentes àquele setor. Assume, portanto, que a competitividade é a “capacidade de uma empresa de formular e implementar

estratégias concorrenciais”, que seu sucesso depende da “criação e renovação” dessas vantagens competitivas (COUTINHO; FERRAZ, 1995 p.18), e alinhado ao pensamento de competitividade sistêmica, propõe-se que o desempenho seja dependente e também resultado de fatores externos à empresa.

Neste sentido, há uma disputa teórica, em que alguns pesquisadores defendem que os fatores estruturais devem ser considerados determinantes de desempenho, outros autores argumentam que são os fatores internos à empresa que geram essa diferenciação entre as empresas (MORAES, 2005). Duas variáveis surgem, portanto, deste embate, a primeira refere-se aos fatores estruturais, ao setor (Efeito Indústria) a segunda refere-se aos fatores internos, a empresa (Efeito Empresa).

### **2.3.3 Variáveis Macroeconômicas**

Ainda como pode ser visto na Figura 1, fatores macroeconômicos são fatores sistêmicos que tendem a afetar como um todo as empresas (MORAES, 2005). As condições macroeconômicas podem desempenhar um papel significativo na lucratividade, especialmente nas economias em desenvolvimento, em que a instabilidade macroeconômica e as condições relevantes geram problemas para as empresas em termos de desempenho (DORUK, 2019).

Choques macroeconômicos em determinados períodos podem afetar todas as empresas ou empresas pertencentes a determinados setores industriais, entretanto podem afetar de forma diferente setores específicos (BANDEIRA-DE-MELLO; MARCON, 2005; BRITO; VASCONCELOS, 2004). Contudo, esse impacto tende a ser indireto, não influenciando os fluxos atuais, mas as oportunidades de investimento (KUMARI; KUMAR, 2018).

Analisando publicações que abordam determinantes macroeconômicas sobre o desempenho da firma, Issah e Antwi (2017) identificaram que a maioria dos estudos não analisou o efeito de variáveis macroeconômicas em setores específicos e também que a maioria desses estudos utiliza retornos de ações como métrica de desempenho. Chen, Ross e Roll (1986) finalizaram um estudo em que analisaram o impacto de variáveis econômicas sobre o retorno de ações, indicando que há influências dessas exposições, contudo impactam conforme o nível de exposição. Chen (1991) interpreta como diferentes variáveis, que retratam mudanças econômicas, preveem o índice futuro da bolsa, baseando-se para tal em suas correlações com mudanças no ambiente econômico.

Simulando diferentes condições macroeconômicas decorrentes da celebração de um acordo comercial, Tourinho e Kume (2002) identificaram que os setores respondem de



maneiras diferentes as variações macroeconômicas. Analisando os impactos sobre índices setoriais, Costa e Costa (2018) apontam que o câmbio, tanto real quanto comercial, afetam negativamente diferentes setores, contudo não são significativos quando relacionados ao índice industrial. Outras variáveis macroeconômicas testadas evidenciaram essas diferenças.

Os índices setoriais financeiro, Materiais Básicos e Industria, se relacionam positivamente ao Índice de retorno de ações americano (*Dow Jones*), enquanto o Índice de Volatilidade sobre opções S&P 500, se relaciona de forma negativa aos setores Imobiliário, de Consumo, Energia Elétrica e *Utilities*. Essas relações experimentadas sobre os índices setoriais, implicam em impacto diferente de cada variável sobre um setor específico (COSTA; COSTA, 2018).

#### **2.3.4 O Retorno de Ações**

A teoria dos shareholders indica que a empresa deve priorizar os interesses dos acionistas sobre os demais stakeholders, por seu risco ser mais elevado (JENSEN, 2002). Assim é coerente dizer que estes devem buscar as melhores oportunidades de investimento a fim de minimizar sua exposição a riscos. A academia vem discutindo elaboração de carteiras livres de risco desde o trabalho seminal de seleção de portfólio desenvolvido por Markowitz (1952). Posteriormente, desenvolveu-se um indicador que representa o risco específico de um ativo, o  $\beta$  e a proposição do modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), indicando um relacionamento direto entre o retorno e o risco envolvido, e a partir deste foram desenvolvidos trabalhos sobre a explicação dos retornos (FAMA; FRENCH, 1992; NAGANO; MERLO; SILVA, 2003).

O CAPM foi amplamente criticado principalmente por estudos que indicavam que outros fatores, diretamente observáveis, também explicavam o retorno dos ativos, em contraste ao CAPM que deveria ser estimado. Estes estudos pautam que em um mercado eficiente, os preços das ações refletem todas as informações disponíveis, e suas variações são reflexo de divulgação de novas informações (BASU, 1977; FAMA; FRENCH, 1992; NAGANO; MERLO; SILVA, 2003).

Essas variáveis podem ser extraídas diretamente das demonstrações de resultado das empresas e complementam o CAPM, em alguns casos possuem até maior poder explicativo. Dessa forma, a análise de um ativo financeiro pode ser realizada pela utilização dos fundamentos da empresa, a análise fundamentalista (COSTA JÚNIOR; NEVES, 2000).

Dessa forma, o desempenho de uma empresa, sendo o somatório de informações

financeiras e não financeiras pode explicar as variações de preço das ações, indicando um aumento das expectativas em relação ao futuro da companhia por parte dos acionistas.

O retorno de ações que é obtido pela variação do preço dos ativos é uma métrica também utilizada como variável explicativa do desempenho da empresa principalmente em estudos relacionados a governança corporativa (CUNHA; SANTOS; SANTOS, 2017; SANTOS; BRITO, 2012; SELVAM et al., 2016).

Outro ponto discutido que impacta os acionistas é a política de dividendos. Os debates giram em torno da relevância ou não da política sobre o valor de mercado da empresa. A irrelevância aponta que os acionistas, se quiserem podem capitalizar os retornos não distribuídos, o fazem pela compra e venda de ações. A teoria da relevância argumenta que investidores com necessidade permanente de fluxos de caixa optam por ativos com maior distribuição de dividendos. Ainda, a distribuição de dividendos está relacionada a expectativa de desempenho futuro, em que há a distribuição a perspectiva é positiva, do contrário, os acionistas tendem a ficar mais receosos (ZANON; ARAÚJO; NUNES, 2017).

Portanto, trabalha-se com a possibilidade de a distribuição dos dividendos e a variação de retornos estar relacionada a opção de ganhos dos acionistas, sendo a forma deste gerar proventos.

## 2.4 Revisão de Literatura

Autores em diferentes épocas abordam determinantes de desempenho em seus estudos em várias abordagens e perspectivas. Santos e Brito (2012) levantaram as variáveis utilizadas no cenário brasileiro com no mínimo duas ocorrências em estudos, e identificaram um total de dezessete indicadores que respondem a rentabilidade e crescimento. A Tabela 1 apresenta esses indicadores agrupados de acordo com os respectivos construtos.

Tabela 1 – Alguns construtos e indicadores utilizados pela academia.

<b>Construtos</b>	<b>Indicadores Utilizadas</b>
Rentabilidade	Retorno sobre o Ativo, Margem EBITDA, Retorno sobre o Investimento, Lucro Líquido / Receitas, Retorno sobre o Patrimônio Líquido, Valor Econômico Adicionado
Crescimento	Crescimento de participação de mercado, Crescimento do Ativo, Crescimento da receita líquida, Crescimento do lucro líquido, Crescimento do número de Empregados

Fonte: Santos e Brito (2012).

Os autores identificaram um construto de segunda ordem que foi denominado

Desempenho Financeiro com base nestes construtos.

Dentro de desempenho estratégico, diversos estudos pautaram essa discussão. Schmalensee (1985) utilizou uma variável binária para o efeito indústria e o *market share* da firma como variáveis independentes e utilizou o indicador Receita Operacional/Total de ativos como variável dependente. Os resultados apontaram para a existência de um efeito indústria e a inexistência de fatores relacionados a firma. Esse estudo aqueceu os debates no campo das pesquisas em estratégia, desencadeando estudos posteriores que corroboravam esses achados e outros que indicavam a existência do efeito firma.

Ampliando o trabalho de Schmalensee, Rumelt (1991) encontrou evidências sólidas do efeito empresa, apontando que este fator explicava cerca de 44% da variância do índice de rentabilidade utilizado. Esse resultado foi interpretado como apoio a RBV em detrimento da visão de economia industrial, não apenas pelo alto efeito empresa, como pelo baixo poder explicativo do efeito indústria (9% a 16%) (MORAES, 2005).

Os fatores macroeconômicos foram alvo no estudo de Bandeira-de-Mello e Marcon (2005) em que há a indicação da importância da utilização da variável custo de capital, a fim de capturar os efeitos diferenciados das flutuações macroeconômicas nos setores. Outro estudo que aponta variáveis é o trabalho de Maciel e Balini (2010), que indicam, a priori a utilização das variáveis estrutura de prazo das taxas de juros (ET), taxa de juros de curto prazo (TCP), taxa de juros de longo prazo (TLP), índice de preços ao consumidor (IPC), produção industrial (PI), consumo do governo (CG), consumo privado (CP), produto interno bruto (PIB) e produto nacional bruto (PNB).

Barakat *et al.* (2016) testou quatro variáveis macroeconômicas para os mercados de capitais do Egito e da Tunísia, identificando uma relação causal dos indicadores utilizados para esses mercados. Para o estudo foram utilizados os indicadores de taxa de juros, a taxa de câmbio, o IPC e a oferta de moeda.

Outro fator que aparece em pesquisas relacionadas a desempenho é o Fator Ano (KUMARI; KUMAR, 2018; RUMELT, 1991). Essa variável está relacionada aos efeitos macroeconômicos não expressos pelas variáveis anteriormente citadas e implica um choque específico em um determinado período, que impacta as relações de desempenho.

Quanto ao retorno de ações, em seu trabalho Santos e Brito (2012) elaboraram um construto de valor de mercado, buscando identificar sua relação com o desempenho da empresa. Eles utilizaram as variáveis Lucro por ação, Melhoria do preço das ações, Rendimento de dividendos, Volatilidade do preço das ações, Valor de mercado adicionado (valor de mercado / patrimônio líquido), contudo durante a sistematização dessas variáveis houve a incidência alta

de dados ausentes e o construto foi removido das análises.

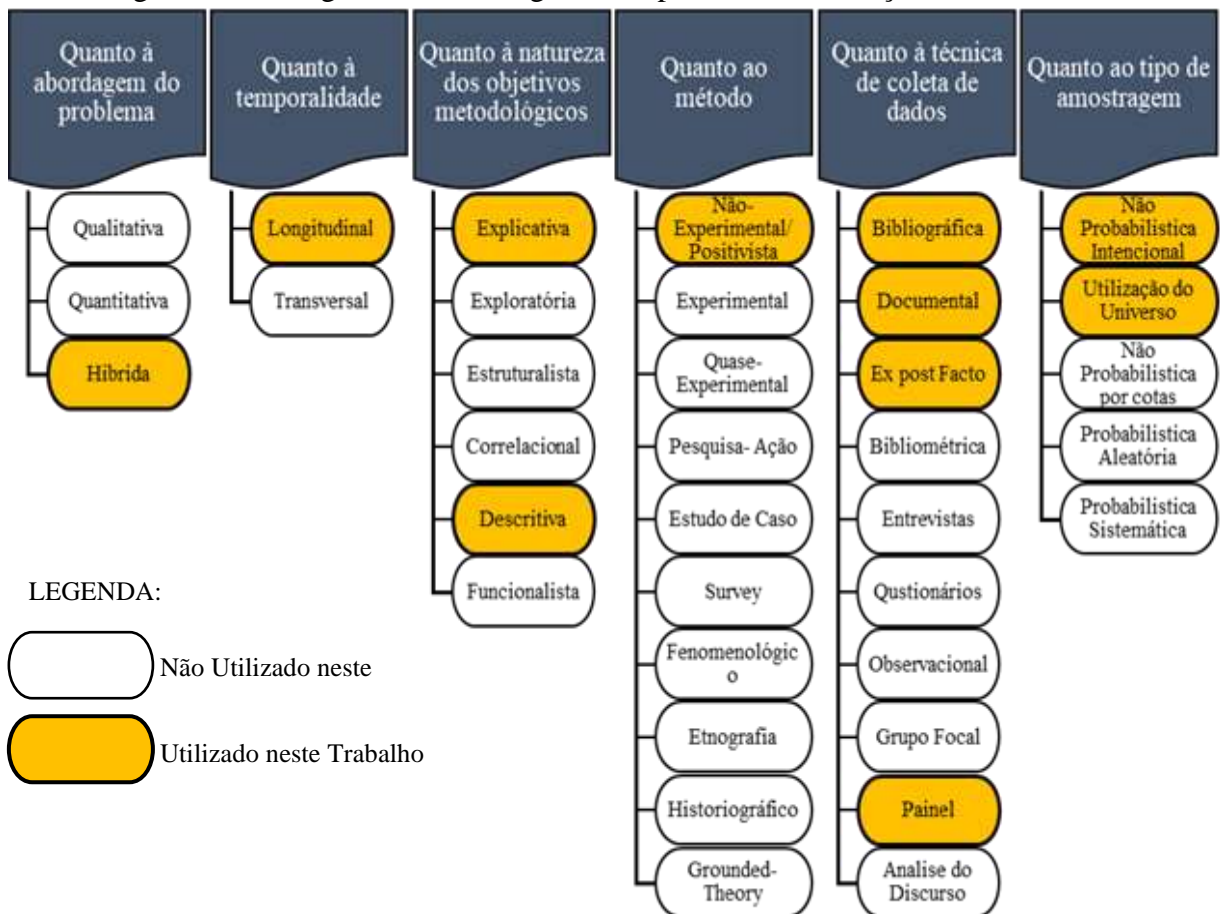
Como as variações no retorno de ações podem indicar expectativas em relação ao futuro da companhia (CUNHA; SANTOS; SANTOS, 2017; SANTOS; BRITO, 2012; SELVAM et al., 2016), o desempenho muito acima da média de uma empresa pode acarretar em maior percentual de lucros distribuídos sob a forma de dividendos (MORAES, 2005). Essas duas variáveis contemplam as principais oportunidades de ganho dos acionistas e, portanto, serão operacionalizadas no construto retorno de ações.

### 3 METODOLOGIA

A metodologia consiste na utilização de procedimentos, ferramentas e caminhos de pesquisa, que permitam ao pesquisador alcançar os objetivos preestabelecidos, garantindo a cientificidade dos mesmos (HENRIQUES; MEDEIROS, 2017). Contudo, a literatura sobre metodologia não chega a consenso quanto as classificações existentes, evidenciando que dependendo da linha literária ou do olhar do pesquisador, da natureza do objeto a ser estudado e mesmo da infraestrutura disponível ao pesquisador, sistemáticas diferentes são adotadas (ALYRIO, 2009; BERTASSI, 2016).

Assim, a partir de uma análise bibliográfica, Bertassi (2016) sistematizou uma classificação metodológica pautada em abordagem do problema, temporalidade, natureza dos objetivos, método, técnica de coleta de dados e tipo de amostragem, que foi utilizada neste trabalho. A sistematização proposta é apresentada na Figura 2 e posteriormente são discutidas cada uma das abordagens citadas.

Figura 2 – Fluxograma metodológico base para a caracterização deste trabalho.



### **3.1 Da Classificação da pesquisa**

Nesta seção será discutida a Figura 2 em que será dado o enfoque específico a cada etapa do fluxo metodológico.

#### **3.1.1 Abordagem do Problema**

Quando se trata de abordagem do problema, não será abordado neste trabalho a prolongada discussão entre positivistas e não positivistas quanto a visão paradigmática desta pesquisa. Assim, será evidenciado os motivos para a opção de determinado posicionamento.

Na pesquisa quantitativa prevalece uma visão estatístico-matemática. Coleta-se dados a fim de testar as hipóteses levantadas e descrever os resultados embasados em confirmações matemáticas. O enfoque qualitativo se ocupa com um nível de realidade que não pode ou não deveria ser mensurado. Sem a medição numérica permite a investigação dos significados envolvidos e em muito depende da visão do pesquisador (HENRIQUES; MEDEIROS, 2017; MARCONI; LAKATOS, 2017).

Marconi e Lakatos (2017) defendem que estas formas de pesquisa são complementares, assumindo que mesmo a definição do problema passa pela subjetividade do pesquisador. Nesse sentido, possuindo as duas abordagens define-se a pesquisa como híbrida (MARTINS; THEÓPHILO, 2009).

Portanto, esta pesquisa adotou uma abordagem híbrida. Um dos objetivos desta pesquisa busca identificar as principais perspectivas de desempenho e como elas se relacionam a cada abordagem, num esforço que não visa mensurar, mas apontar o que emerge de cada perspectiva. Os demais objetivos estão relacionados à definição de um modelo que responde como as dimensões de desempenho se relacionam ao retorno das ações, a partir de meios quantitativos.

#### **3.1.2 Temporalidade**

Dados longitudinais podem fornecer evidências que expliquem uma sequência de eventos no tempo, enquanto um corte transversal permite avaliar num mesmo período as diversas variáveis selecionadas. Assim, observando dados longitudinais se mantém sob controle as variáveis que podem demonstrar um efeito causal, e melhorar o poder explicativo do modelo (HAIR JR. et al., 2009).

Analisando, portanto, o problema de pesquisa, uma abordagem longitudinal se justifica

pela utilização do tempo como uma variável explicativa e que pode ter papel na evolução das demais variáveis.

### **3.1.3 Natureza dos objetivos Metodológicos**

A pesquisa descritiva objetiva descrever uma realidade, apontando suas relações e influências, fatos e fenômenos (GIL, 2008). A partir dessas descrições, a pesquisa passa a ser explicativa, pois procura identificar fatores determinantes para a ocorrência dos fenômenos sob análise, buscando a razão e o porquê do estado das coisas. De forma geral, pode-se dizer que propicia uma maior profundidade o entendimento de um determinado problema, sendo possível dizer que é sobre a pesquisa explicativa que o conhecimento científico sustenta-se (GIL, 2008; RAUPP; BEUREN, 2006).

### **3.1.4 Método**

Nas ciências sociais nem sempre pode-se ter controle sobre os estímulos experimentais tanto pela aleatoriedade espacial da amostra quanto pela inviabilidade de trabalho em laboratório (GIL, 2008). Quando o objeto de pesquisa é observado em seu estado natural, para posteriormente analisá-lo sem intervenções experimentais, a pesquisa é caracterizada como não-experimental (BERTASSI, 2016).

Portanto, neste caso como o pesquisador não tem qualquer controle sobre as variáveis e não pode interferir sobre suas mensurações, a pesquisa é caracterizada como não experimental, já que somente é possível fazer inferências sobre as relações das variáveis, uma vez que estas já aconteceram (GIL, 2008).

### **3.1.5 Técnica de Coleta de Dados**

Sabendo que os dados são coletados em momento posterior a sua ocorrência, e a impossibilidade de criação de grupos de tratamento, a pesquisa é caracterizada por ser *ex-post-facto*. Esse delineamento de pesquisa caracteriza-se pela impossibilidade de manipulação das variáveis independentes (GIL, 2008).

Ainda sobre as técnicas de coletas de dados, a pesquisa bibliográfica permite ao pesquisador selecionar publicações que contribuam na explicação do problema, e assim aprofundar seus conhecimentos e analisar as contribuições já apresentadas relacionando com

seus próprios achados (HENRIQUES; MEDEIROS, 2017).

Outro ponto importante é a utilização de bases de dados e documentação indireta, que caracterizam a pesquisa documental. Esses materiais não tiveram tratamento analítico sendo então matérias primas sobre as quais o pesquisador desenvolve sua investigação e fundamenta suas análises (MARCONI; LAKATOS, 2017).

Como citado anteriormente, os dados trabalhados estatisticamente foram dispostos em painel pela possibilidade de se trabalhar várias séries de cortes transversais ao longo de vários períodos de tempo (FÁVERO, 2013; GUJARATI, 2006). Outro ponto importante é que gera um maior número de informações e assim uma maior variabilidade dos dados, contribuindo assim para a redução dos efeitos de colinearidade entre as variáveis (FÁVERO, 2013).

### **3.1.6 Tipo de amostragem**

Amostragem ocorre quando não há a utilização da totalidade do universo no desenvolvimento da pesquisa, utilizando assim parte do universo. Assim, na abordagem probabilística, tem-se a preocupação de determinar qual parte deste universo será utilizada no desenvolvimento da pesquisa (MARCONI; LAKATOS, 2017), com definição da amostra regulada por normatizações estatísticas que permitem fundamentar cientificamente os resultados. Contudo, quando não há fundamentação matemática ou estatística para a definição da amostra, mas depende de critérios impostos pelo pesquisador ela é considerada não probabilística (GIL, 2008).

No caso específico desta pesquisa, foram analisadas as empresas registradas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) e que à época da coleta de dados constavam listadas como ativas e que para o período analisado não possuíam dados ausentes. Portanto, a amostragem foi não probabilística intencional, com a utilização do universo.

## **3.2 Da Coleta dos Dados**

Os dados utilizados nesta pesquisa foram extraídos de dois tipos de bases de dados. Os dados utilizados para as análises bibliográficas desta pesquisa foram extraídos das bases da *Web of Science*® e *Scopus*® enquanto os dados relacionados as análises estatísticas foram extraídas das bases de dados do Economática®, CVM, B3, Banco Central do Brasil e do IPEADATA.

Para a pesquisa bibliográfica foram definidos os filtros relacionados a desempenho da empresa em inglês, com intenção de ampliar a busca e levantar o máximo de documentos



relacionados ao tema. Também se utilizou possíveis variações de terminologia como por exemplo *business performance*, *organizational performance*. Ainda, foram utilizados operadores booleanos para refinar ou ampliar a busca.

Quanto aos dados para as análises estatísticas a extração foi determinada pelo universo da bolsa de valores, utilizando como filtros, por exemplo, número de dados ausentes, data de início das operações em bolsa. Esses critérios visaram prover confiabilidade estatística aos dados, visto que valores ausentes podem ser críticos no decorrer das análises, e comprometer a confiabilidade dos resultados.

Os procedimentos específicos destas buscas e da seleção da amostra foram descritos na segunda parte deste trabalho, na metodologia do artigo que tratará de cada temática.

### **3.3 Dos Artigos**

Este trabalho objetiva demonstrar como as dimensões de desempenho se relacionam as variações de retorno dentro dos setores da Bolsa de Valores, e para tal utilizou-se a metodologia anteriormente descrita. Foram elaborados dois artigos que visam responder os objetivos específicos propostos inicialmente.

#### **3.3.1 Artigo 1**

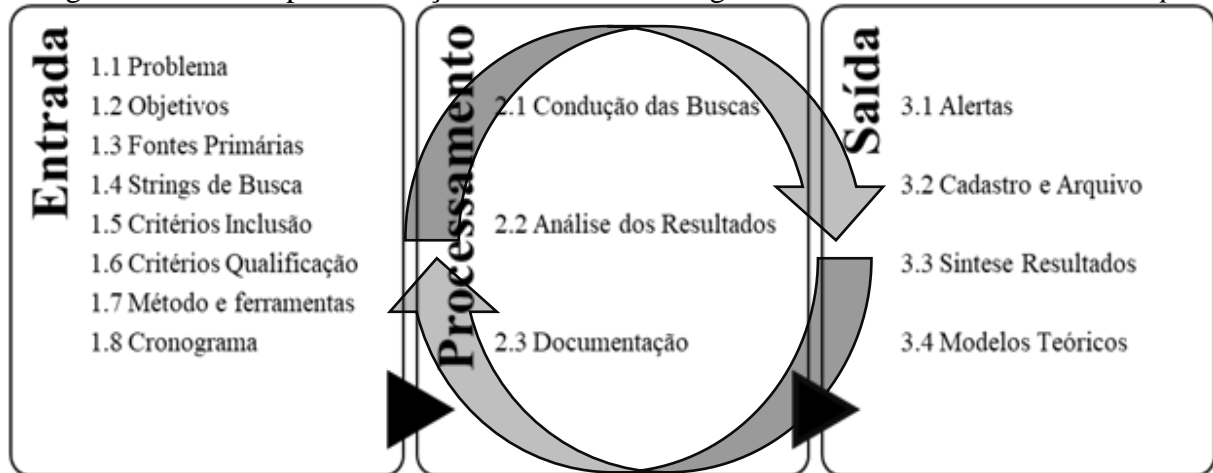
Um dos objetivos deste trabalho é compreender as diversas abordagens de desempenho por meio de uma análise dos estudos que evidenciam essa temática. Nesse sentido, é necessária uma revisão das publicações que abordem a temática de desempenho das empresas, buscando evidenciar o que se sabe sobre o assunto e identificar as demandas existentes. Pretende-se ainda contribuir com o andamento das pesquisas apontando qual a agenda de estudos levantada pelas últimas publicações na área.

Para tal, optou-se por uma revisão sistemática, que dentro de determinado campo, busca identificar estudos sobre um tema específico, por meio da adoção de um conjunto de regras definidas a priori, com o objetivo de sintetizar esses resultados primários utilizando estratégias que diminuam a ocorrência de erros aleatórios e sistemáticos, fazendo emergir os estudos que abordam a temática, e principalmente fazendo emergir posições conflitantes dentre eles (BERWANGER et al., 2007; RODRIGUES; ZIEGELMANN, 2010; SAMPAIO; MANCINI, 2007).

O roteiro de revisão sistemática que foi adotado nesta pesquisa é baseado no modelo

RBS *Roadmap* proposto por Conforto, Amaral e da Silva (2011) que pode ser melhor visualizado na Figura 3 apresentada abaixo. Este levantamento, além da base conceitual, também fez emergir possibilidades de pesquisas futuras, e assunto que estão em voga.

Figura 3 – Modelo para condução da Revisão Bibliográfica Sistemática – RBS *Roadmap*.



Fonte: Adaptado de Conforto, Amaral e da Silva (2011).

Os dados foram extraídos da base de dados da *Web of Science*® e *Scopus*® e eventualmente outras bases se constatada relevância. O objetivo deste trabalho é compreender as diversas abordagens de desempenho.

### 3.3.2 Artigo 2

No segundo artigo deste trabalho, se busca identificar e analisar a adequação das variáveis ao construto. Foram realizadas análises por meio de Modelagem de Equações Estruturais (*Structural Equation Modeling* - SEM) que consiste basicamente em estimar uma série de equações de regressões múltiplas separadas, realizadas simultaneamente e que tem uma relação de interdependência. A adoção se dá pela capacidade deste modelo de incorporar variáveis latentes (não observáveis) na equação, melhorando assim a estimação estatística, representando conceitos teóricos e especificando os erros de mensuração (HAIR JR. et al., 2009).

O objetivo foi identificar se as variáveis utilizadas estão alinhadas com as dimensões de desempenho que a literatura analisa. Para tanto foram utilizados dados abertos de empresas brasileiras que negociam suas ações na B3. O período definido foi de 2011 a 2018. A definição do período passa pela implementação das Normas Internacionais de Relatórios Financeiros (*International Financial Report Standings* – IFRS), que impactou diretamente em como as

empresas elaboram suas demonstrações contábeis. Sua implementação iniciou-se em 2008, contudo sua obrigatoriedade iniciou-se em 2010. Assim utilizamos o período posterior para que não houvesse prejuízos para as variáveis em que a variação seria considerada. Os indicadores utilizados são apresentados na Tabela 2.

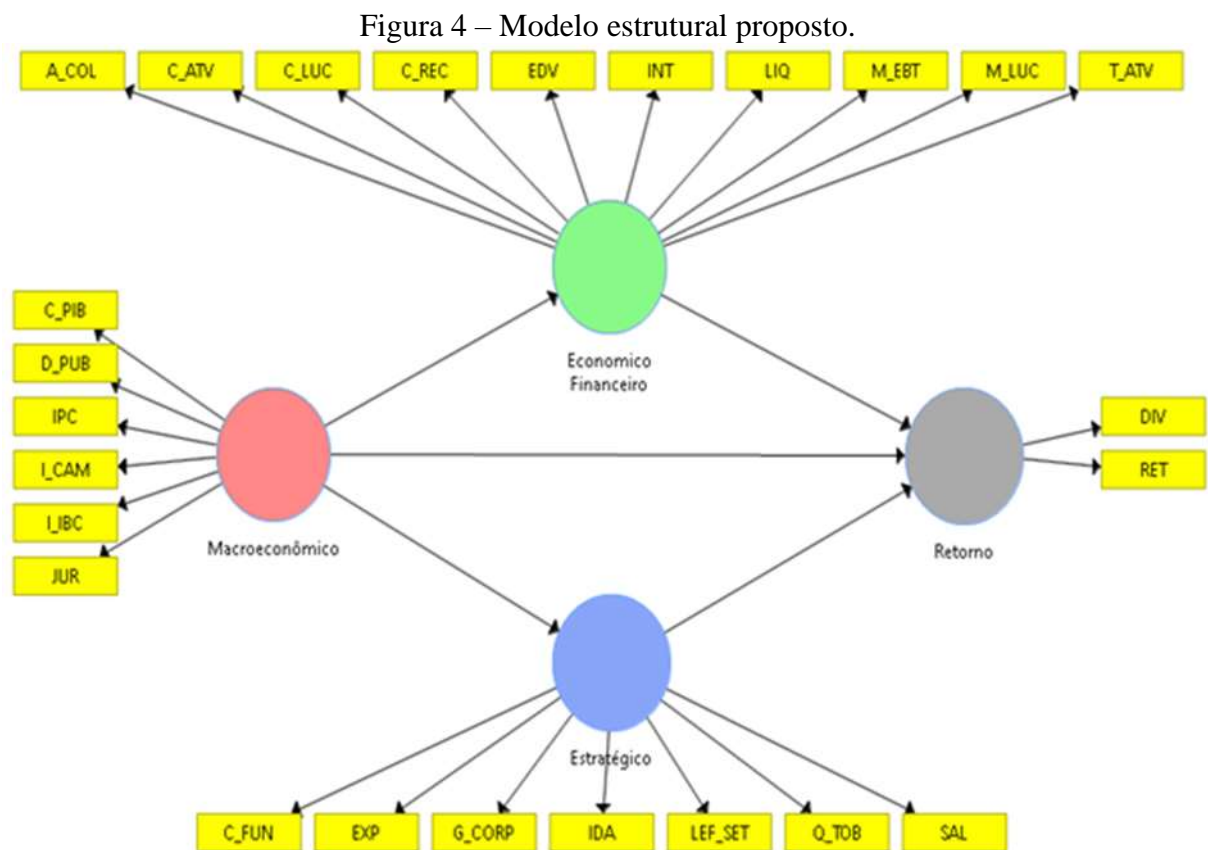
Tabela 2 – Indicadores utilizados no estudo.

	<b>INDICADORES</b>	<b>SIGLA</b>	<b>SUPOORTE EMPÍRICO</b>
Construto Econômico - Financeiro	Ativo Colateral	A_COL	Ramli, Latan e Solovida (2019),
	Crescimento da receita líquida	C_REC	Santos e Brito (2012), Selvam <i>et al.</i> (2016)
	Crescimento de ativos	C_ATV	Santos e Brito (2012), Selvam <i>et al.</i> (2016), Ramli, Latan e Solovida (2019)
	Crescimento do lucro líquido	C_LUC	Santos e Brito (2012), Selvam <i>et al.</i> (2016)
	Dívida	EDV	Vieira, Neves e Dias (2019)
	Intangível	INT	Ramli, Latan e Solovida (2019),
	Liquidez	LIQ	Ramli, Latan e Solovida (2019), Vieira, Neves e Dias (2019)
	Margem de Lucro	M_LUC	Santos e Brito (2012), Selvam <i>et al.</i> (2016)
	Margem EBITDA	M_EBT	Santos e Brito (2012), Selvam <i>et al.</i> (2016)
	Tamanho	T_ATV	Wu e Yaron (2018), Ramli, Latan e Solovida (2019), Vieira, Neves e Dias (2019)
Construto Estratégico	Comércio Internacional	EXP	Vu <i>et al.</i> (2019)
	Crescimento do número de funcionários	C_FUN	Santos e Brito (2012), Selvam <i>et al.</i> (2016)
	Idade	IDA	Doruk (2019), Vu <i>et al.</i> (2019), Yoon e Suh (2019)
	Lucro Específico da Firma	LEF	Carvalho, Kayo e Martin (2010)
	Nível de Governança Corporativa	G_CORP	Adaptado de Selvam <i>et al.</i> (2016)
	Q Tobin	Q_TOB	Carvalho, Kayo e Martin (2010)
	Proxy de Remuneração	F_REM	Vu <i>et al.</i> (2019)
Construto Macroeconômico	Tamanho_Func	FUNC	Vu <i>et al.</i> (2019), Yoon e Suh (2019)
	Dívida Pública	D_PUB	Vieira, Neves e Dias (2019)
	Inflação	IPC	Chen, Roll e Ross (1986), Ramli, Latan e Solovida (2019)
	Produto interno bruto (PIB)	I_IBC	Adaptado de Maciel e Ballini (2010), Doruk (2019), Ramli, Latan e Solovida (2019), Vieira, Neves e Dias (2019)
	Taxa de Cambio	I_CAM	Adaptado de Carvalho e Vieira (2014), Doruk (2019)
	Juros de curto prazo	JUR	Adaptado de Maciel e Ballini (2010), Ramli, Latan e Solovida (2019)
Crescimento do PIB	C_PIB	Doruk (2019), Ramli, Latan e Solovida (2019)	

Fonte: Elaborado pelo autor (2020).

Este artigo busca ainda entender como cada dimensão de desempenho se comporta em cada classificação setorial da B3, quando são relacionados ao retorno de ações. A proposta de uma Modelagem de Equações Estruturais visa compreender simultaneamente essas interações.

A partir das hipóteses discutidas no Artigo 2, foi elaborado um modelo estrutural que foi testado separadamente em cada setor da B3. O modelo estrutural está representado na Figura 4.



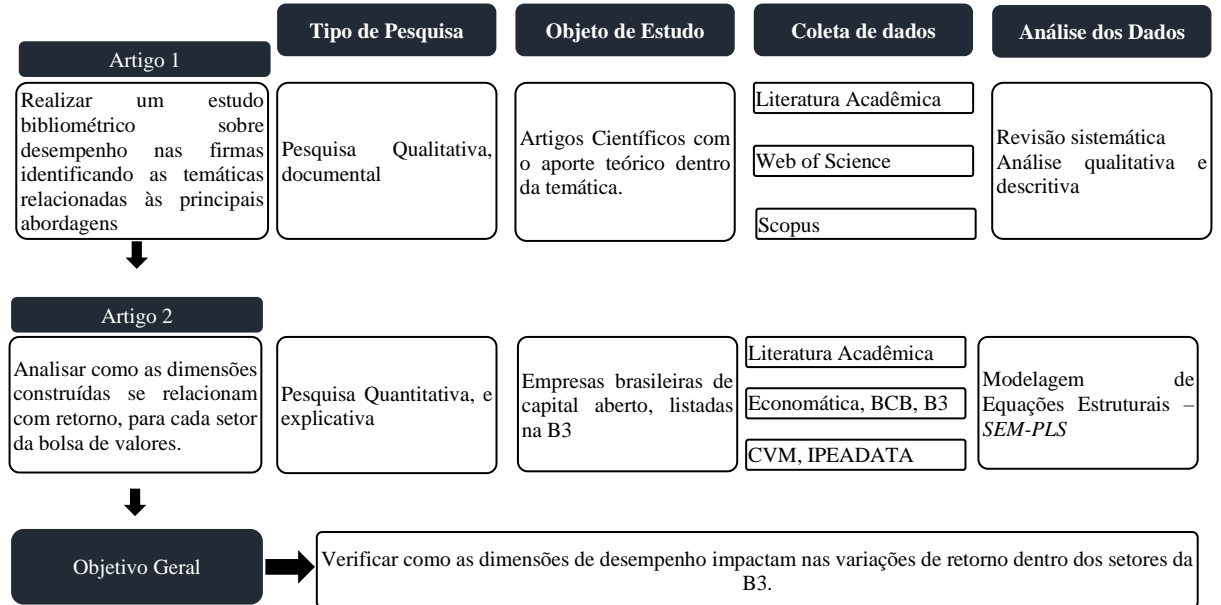
Os *softwares* considerados para a execução das análises, em primeiro momento, são o *IBM SPSS* para as Estatísticas Descritivas e o *Smart-PLS* para a modelagem de equações estruturais.

### 3.4 Resumo da Metodologia

Assim a partir do que foi demonstrado anteriormente, na Figura 5 sintetizou-se como a metodologia descrita foi evidenciada em cada artigo, e como se desenvolve a construção de cada etapa.

De uma forma mais sucinta, podemos indicar que o alcance dos objetivos específicos ajuda no entendimento de como o desempenho é abordado na academia e como suas dimensões de determinantes impactam as variações em diferentes setores da B3.

Figura 5 – Quadro de resumo da metodologia.



Fonte: Adaptado de Antonialli (2019).

#### 4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo geral deste trabalho foi verificar como as dimensões de desempenho se relacionam as variações de retorno dentro dos setores da B3. Para que este objetivo pudesse ser plenamente atingido, foram definidos quatro objetivos específicos que serão discutidos na sequência.

A realização de um estudo bibliométrico sobre desempenho nas firmas, identificando as temáticas relacionadas às principais abordagens possibilitou a compreensão da evolução das pesquisas relacionadas a desempenho. A pesquisa evidenciou os principais periódicos que publicam sobre o assunto e os trabalhos mais citados conforme cada abordagem. Foi possível ainda identificar que as referências utilizadas nos estudos têm certa similaridade entre as abordagens.

Foi identificado, ainda que estudos sobre temáticas semelhantes aparecem relacionados a diferentes abordagens, indicando que não há um consenso sobre a terminologia adequada a utilizar-se, que pode ser derivada da falta de consenso acadêmico sobre o tema. Os trabalhos, apesar de diferentes nomenclaturas têm sua base teórica pautada nos conceitos estratégicos.

A partir da pesquisa foi elaborada uma agenda para estudos futuros que evidenciou oportunidades de pesquisa sobre desempenho relacionadas a aspectos mercadológicos e ambientais. As principais sugestões dos autores estão pautadas em aprofundar as pesquisas a partir de seus achados e aumentar a abrangência dos estudos. Diferentes autores sugeriram ainda a replicação de seus estudos em diferentes contextos, apontando a relevância de analisar outros países e diferentes setores, a fim de fornecer subsídios para a generalização dos resultados.

Deixando de lado os aspectos específicos das pesquisas e dando ênfase na parte setorial, os demais objetivos visavam analisar como os setores se comportavam em relação ao desempenho. Assim buscou-se identificar, por meio de Modelagem de Equações Estruturais (MEE), dentre os indicadores específicos da firma selecionados, quais são mais representativos para as dimensões de desempenho em cada setor. Para tal dois construtos foram definidos a partir da literatura, um baseado em informações econômico-financeiras e outro baseado em informações estratégicas. Os resultados indicaram que diferentes indicadores são relevantes em cada setor. Esse achado implica em um comportamento diferente para cada setor acerca dos indicadores específicos da firma.

Outro ponto ainda era analisar os impactos macroeconômicos que são discutidos na literatura, assim, por meio da MEE, foram agrupados os indicadores macroeconômicos em uma dimensão testando seu relacionamento com os construtos de desempenho. O resultado foi

significativo apenas para o setor de Bens industriais em relação ao construto Econômico-Financeiro.

A partir daí, passou-se a analisar como as dimensões de desempenho se relacionam com retorno, para cada setor da bolsa de valores. Foram realizadas análises para seis setores e os resultados apontam que o construto econômico-financeiro tem uma relação positiva e significativa quando associado ao retorno para os setores de Bens industriais, Materiais Básicos e Petróleo, Gás e Biocombustíveis. O construto estratégico também esteve positivamente relacionado ao retorno no setor de Materiais Básicos. O construto macroeconômico apresentou relação negativa com o retorno nos setores de Bens industriais e Petróleo, Gás e Biocombustíveis. Esses resultados corroboram as hipóteses levantadas no Artigo 2, e encontram evidências semelhantes na literatura.

A partir dos resultados é possível evidenciar que diferentes autores apontam a necessidade de replicar seus estudos em outros setores a fim de confirmar e generalizar seus resultados. Contudo, pelo menos no que tange ao desempenho e seus determinantes, os setores apresentam diferenças significativas quanto aos aspectos econômico-financeiros e estratégicos que são significativos nas explicações do retorno. Os aspectos macroeconômicos que exercem influências no desempenho e no retorno tendem a ser os mesmos nos diferentes setores, porém seus impactos são diferentes, lançando luz ao quanto cada setor está suscetível a esses fatores.

Assim, pode-se apontar diferenças significativas sobre o que impactou os setores analisados. Dessa forma, os investidores que pautam suas análises apenas em determinados indicadores e estabelecem comparações entre diferentes setores, eventualmente deixam de observar aspectos mais completos acerca do desempenho da empresa.

Neste mesmo sentido, medidas que surtem efeito em um setor, podem não ser eficazes em outro setor. Isso implica em que os gestores conheçam o que agrega valor aos seus acionistas, sob pena de adotar uma estratégia generalista, que não surte o efeito desejado, ou mesmo contrário. Precisam ainda compreender o nível de exposição de sua empresa aos fatores macroeconômicos, levando em conta esses fatores nas projeções de seus resultados.

Esse trabalho apresenta evidência das diferenças entre os setores quanto aos fatores de desempenho que mais impactam no retorno, seja sob a forma de dividendos ou variação de preços. Contudo, novas pesquisas adotando diferentes metodologias são necessárias a fim de aprofundar essas discussões.

Os resultados são abordados mais detalhadamente nos artigos que compõem a segunda parte deste trabalho. Dentre as principais limitações deste trabalho está o uso de apenas variáveis objetivas coletadas em fontes secundárias. Estudos futuros podem explorar a

utilização de diferentes variáveis objetivas e subjetivas a fim de agregar poder explicativo ao modelo.



## REFERÊNCIAS

- ALYRIO, R. D. **Métodos e técnicas de pesquisa em administração**. Rio de Janeiro - RJ: Fundação CECIERJ, 2009.
- ANTONIALLI, F. **Business platforms for automated driving systems: a product-service system approach for mobility as a service**. 2019. Tese de Doutorado - Universidade Federal de Lavras, [s. l.], 2019.
- ATKINSON, A. A.; WATERHOUSE, J. H.; WELLS, R. B. A stakeholder approach to strategic performance measurement. **MIT Sloan Management Review**, [s. l.], v. 38, n. 3, p. 25, 1997.
- BANDEIRA-DE-MELLO, R.; MARCON, R. Unpacking firm effects: modeling political alliances in variance decomposition of firm performance in turbulent environments. **Revista de Administração Contemporânea**, [s. l.], v. 9, n. spe1, p. 41–64, 2005.
- BANDEIRA-DE-MELLO, R.; MARCON, R. Heterogeneidade do desempenho de empresas em ambientes turbulentos. **Revista de Administração de Empresas**, [s. l.], v. 46, n. 2, p. 34–43, 2006.
- BARAKAT, M. R.; ELGAZZAR, S. H.; HANAFY, K. M. Impact of Macroeconomic Variables on Stock Markets: Evidence from Emerging Markets. **International Journal of Economics and Finance**, [s. l.], v. 8, n. 1, p. 195, 2016.
- BARNEY, J. Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. **Journal of Management**, [s. l.], v. 17, n. 1, p. 99–120, 1991.
- BASU, S. Investment Performance of Common Stocks in Relation To Their Price-Earnings Ratios: a Test of the Efficient Market Hypothesis. **The Journal of Finance**, [s. l.], v. 32, n. 3, p. 663–682, 1977.
- BERLE, A. A. For Whom Corporate Managers Are Trustees: A Note. **Harvard Law Review**, [s. l.], v. 45, n. 8, p. 1365, 1932.
- BERTASSI, A. L. **Controladoria estratégica governamental aplicada ao poder executivo: Uma contribuição teórica**. 2016. Tese de Doutorado - Universidade Metodista de Piracicaba, [s. l.], 2016.
- BERWANGER, O. et al. Como avaliar criticamente revisões sistemáticas e metanálises? **Revista Brasileira de Terapia Intensiva**, [s. l.], v. 19, n. 4, p. 475–480, 2007.
- BRITO, R. P. De; BRITO, L. A. L. Vantagem competitiva e sua relação com o desempenho: uma abordagem baseada em valor. **Revista de Administração Contemporânea**, [s. l.], v. 16, n. 3, p. 360–380, 2012.
- BRITO, L. A. L.; VASCONCELOS, F. C. De. A heterogeneidade do desempenho, suas causas e o conceito de vantagem competitiva: proposta de uma métrica. **Revista de Administração Contemporânea**, [s. l.], v. 8, n. spe, p. 107–129, 2004.
- CARNEIRO, J. M. T. et al. Building a Better Measure of Business Performance. **RAC-Eletrônica**, [s. l.], v. 1, n. 2, p. 114–135, 2007.

CARVALHO, F. de M.; KAYO, E. K.; MARTIN, D. M. L. Tangibilidade e intangibilidade na determinação do desempenho persistente de firmas Brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, [s. l.], v. 14, n. 5, p. 871–889, 2010.

CHEN, N.-F. Financial Investment Opportunities and the Macroeconomy. **The Journal of Finance**, [s. l.], v. 46, n. 2, p. 529–554, 1991.

CHEN, N.-F.; ROLL, R.; ROSS, S. A. Economic Forces and the Stock Market. **The Journal of Business**, [s. l.], v. 59, n. 3, p. 383–403, 1986.

CONFORTO, E. C.; AMARAL, D. C.; DA SILVA, S. L. Roteiro para revisão bibliográfica sistemática: aplicação no desenvolvimento de produtos e gerenciamento de projetos. In: 8º Congresso Brasileiro de Gestão de Desenvolvimento de Produto - CBGDP 2011 2011, Porto Alegre - RS. **Anais...** Porto Alegre - RS

COSTA, L. F. C. Da; COSTA, M. G. Da. Os Impactos de Fatores Macroeconômicos sobre Índices de Ações Setoriais: uma Análise através do Algoritmo de Seleção de Modelos Autometrics. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, [s. l.], v. 6, n. 3, p. 96–109, 2018.

COSTA JÚNIOR, N. C. A. Da; NEVES, M. B. E. Das. Variáveis fundamentalistas e os retornos das ações. **Revista Brasileira de Economia**, [s. l.], v. 54, n. 1, p. 123–137, 2000.

COUTINHO, L. G.; FERRAZ, J. C. (Coord. . **Estudo da Competitividade da Indústria Brasileira**. 3ª ed., Campinas - SP: Editora da UNICAMP - Papirus, 1995.

CUNHA, R. da S.; SANTOS, J. G. C. Dos; SANTOS, G. P. Dos. Governança corporativa, valor e desempenho econômico: estudo nas maiores empresas de capital aberto da BMF&BOVESPA. **Revista Conhecimento Contábil**, [s. l.], v. 5, n. 2, p. 77–104, 2017.

DORUK, Ö. T. Macroeconomic determinants of firm performance: Evidence from Turkey. **The Singapore Economic Review**, [s. l.], p. 1–20, 2019.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. The Cross-Section of Expected Stock Returns. **The Journal of Finance**, [s. l.], v. 47, n. 2, p. 427–465, 1992.

FÁVERO, L. P. L. Panel data in accounting and finance: theory and application. **Brazilian Business Review**, [s. l.], v. 10, n. 1, p. 127–149, 2013.

FREEMAN, R. E. **Strategic management: A stakeholder approach**. [s.l.] : Cambridge university press, 2010.

GARTNER, I. R. Modelagem multiatributos aplicada à avaliação do desempenho econômico-financeiro de empresas. **Pesquisa Operacional**, [s. l.], v. 30, n. 3, p. 619–636, 2010.

GATSIOS, R. C. **Acurácia e Dispersão das Estimativas dos Analistas no Mercado de Capitais Brasileiro: Impacto da Adoção do Padrão IFRS sobre a Qualidade Preditiva da Informação Contábil**. 2014. Dissertação de Mestrado - Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto - SP, 2014.

GIL, A. C. **Métodos E Técnicas De Pesquisa Social**. 6ª ed., São Paulo - SP: Editora Atlas, 2008.

- GUJARATI, D. **Econometria Básica**. 5ª ed., Porto Alegre - RS: AMGH Editora Ltda., 2006.
- HAIR JR., J. F. et al. **Análise Multivariada de Dados**. 6ª ed., Porto Alegre - RS: Bookman, 2009.
- HANSEN, G. S.; WERNERFELT, B. Determinants of firm performance: The relative importance of economic and organizational factors. **Strategic Management Journal**, [s. l.], v. 10, n. 5, p. 399–411, 1989.
- HENRIQUES, A.; MEDEIROS, J. B. **Metodologia científica na pesquisa jurídica**. 9ª ed., São Paulo - SP: Atlas, 2017.
- ISSAH, M.; ANTWI, S. Role of macroeconomic variables on firms' performance: Evidence from the UK. **Cogent Economics and Finance**, Accra, Ghana, v. 5, n. 1, 2017.
- JENSEN, M. C. Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. **Journal of Applied Corporate Finance**, [s. l.], v. 14, n. 3, p. 8–21, 2001.
- JENSEN, M. C. Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. **Business Ethics Quarterly**, [s. l.], v. 12, n. 2, p. 235–256, 2002.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, [s. l.], v. 3, n. 4, p. 305–360, 1976.
- KARPINSKI, J.; KÜHL, M. R. The 8 companies of best economic and financial performance of Brazil in the years of 2014 to 2016. **Revista Capital Científico - Eletrônica**, [s. l.], v. 16, n. 4, 2018.
- KUHL, M. R.; KUHL, C. A.; GUSMÃO, I. B. Profile the Performance of the Largest Companies in Brazil. **Revista Capital Científico - Eletrônica**, [s. l.], v. 12, n. 2, 2014.
- KUMARI, R.; KUMAR, N. Determinants of Firm Performance : A Conceptual Analysis. **Pacific Business Review International**, [s. l.], v. 10, n. 11, p. 133–140, 2018.
- LIMA, J. B. N. **A relevância da informação contábil e o processo de convergência para as normas IFRS no Brasil**. 2010. Tese de Doutorado -- Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.
- MACEDO, M. A. da S.; CORRAR, L. J. Análise Comparativa do Desempenho Contabil Financeiro de Empresas com Boas Práticas de Governança Corporativa no Brasil. **Rc&C**, [s. l.], p. 42–61, 2012.
- MACIEL, L. dos S.; BALLINI, R. NEURAL NETWORKS APPLIED TO STOCK MARKET FORECASTING : AN EMPIRICAL ANALYSIS. **Journal of the Brazilian Neural Network Society - Learning and Nonlinear Models (L&NLM)**, [s. l.], v. 8, n. 1, p. 3–22, 2010.
- MARCONI, M. de A.; LAKATOS, E. M. **Metodologia do trabalho científico: projetos de pesquisa / pesquisa bibliográfica/ teses de doutorado, dissertações de mestrado, trabalhos de conclusão de curso**. 8ª ed., São Paulo - SP: Atlas, 2017.

MARCOS, C. et al. Desempenho Econômico-Financeiro e o Grau de Internacionalização de Empresas Listadas no Novo Mercado da B3. **Revista Contabilidade e Controladoria**, [s. l.], v. 10, n. 2, 2019.

MARKOWITZ, H. Portfolio Selection. **The Journal of Finance**, [s. l.], v. 7, n. 1, p. 77–91, 1952.

MARTINS, G. de A.; THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. 2ª ed., São Paulo - SP: Atlas, 2009.

MILLER, C. C.; WASHBURN, N. T.; GLICK, W. H. The Myth of Firm Performance. **Organization Science**, [s. l.], v. 24, n. 3, p. 948–964, 2013.

MORAES, E. A. **Análise da decomposição do desempenho de empresas brasileiras utilizando modelos lineares mistos e de componentes de variância**. 2005. Tese de Doutorado - Escola de Administração de Empresas de São Paulo, [s. l.], 2005.

MOTA, R. H. G.; TAVARES, A. de L. Classificação entre empresas vencedoras a perdedoras após a adoção das IFRS: um estudo em empresas não financeiras do setor regulado brasileiro com ações listadas na BM&F Bovespa. **Enfoque: Reflexão Contábil**, Natal - RN, Brasil, v. 34, n. 2, p. 91–107, 2015.

NAGANO, M. S.; MERLO, E. M.; SILVA, M. C. Da. As variáveis fundamentalistas e seus impactos na taxa de retorno de ações no Brasil. **Revista da FAE**, [s. l.], v. 6, n. 2, p. 13–28, 2003.

NELSON, R. R. Why do firms differ, and how does it matter? **Strategic Management Journal**, [s. l.], v. 12, n. S2, p. 61–74, 1991.

PENROSE, E. **A Teoria do Crescimento da Firma**. Campinas - SP: Editora UNICAMP, 2006.

PRADO, J. W. Do. **Da estrutura de capital e propriedade à governança corporativa: Um modelo integrado de análise das imperfeições de mercado**. 2019. Tese de Doutorado - Universidade Federal de Lavras, [s. l.], 2019.

RAUPP, F. M.; BEUREN, I. M. Metodologia da Pesquisa Aplicável às Ciências Sociais. In: **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. São Paulo - SP: Atlas, 2006.

ROCHA, I. et al. Análise da produção científica sobre teoria da agência e assimetria da informação. **Revista de Gestão**, [s. l.], v. 19, n. 2, p. 329–342, 2012.

RODRIGUES, C. L.; ZIEGELMANN, P. K. Metanálise: Um Guia Prático. **Clinical & Biomedical Research**, [s. l.], v. 30, n. 4, p. 436–447, 2010.

RUMELT, R. P. How much does industry matter? **Strategic Management Journal**, [s. l.], v. 12, n. 3, p. 167–185, 1991.

SAMPAIO, R.; MANCINI, M. Estudos de revisão sistemática: um guia para síntese criteriosa da evidência científica. **Revista Brasileira de Fisioterapia**, [s. l.], v. 11, n. 1, p. 83–89, 2007.

- SANTOS, J. B.; BRITO, L. A. L. Toward a subjective measurement model for firm performance. **BAR - Brazilian Administration Review**, [s. l.], v. 9, n. SPL. ISS, p. 95–117, 2012.
- SCHMALENSEE, R. Do Markets Differ Much? **The American Economic Review**, [s. l.], v. 75, n. 3, p. 341–351, 1985.
- SELVAM, M. et al. Determinants of Firm Performance: A Subjective Model. **International Journal of Social Science Studies**, [s. l.], v. 4, n. 7, 2016.
- SILVEIRA, A. D. M. Da; YOSHINAGA, C. E.; BORBA, P. da R. F. Crítica à teoria dos stakeholders como função-objetivo corporativa. **Caderno de Pesquisas em Administração**, [s. l.], v. 12, n. 1, p. 33–42, 2005.
- TOURINHO, O.; KUME, H. Os impactos setoriais de acordos de comércio: análise com um modelo CGE da economia brasileira. **Rio de Janeiro, Institute of Applied Economic Research (IPEA)/Ministry of Development, Industry and Commerce**, [s. l.], 2002.
- UNIVERSIDADE FEDERAL DE LAVRAS. Biblioteca Universitária. **Manual de normalização e estrutura de trabalhos acadêmicos: TCCs, monografias, dissertações e teses**. 2. ed. rev., atual. e ampl. Lavras, 2016. Disponível em: <<http://repositorio.ufla.br/jspui/handle/1/11017>>. Acesso em: 24/03/2019
- VENKATRAMAN, N.; RAMANUJAM, V. Measurement of Business Performance in Strategy Research: A Comparison of Approaches. **The Academy of Management Review**, [s. l.], v. 11, n. 4, p. 801, 1986.
- ZANON, A. R. M.; ARAÚJO, C. G. De; NUNES, A. Influência da política de dividendos no valor de mercado das empresas brasileiras. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, [s. l.], v. 7, n. 3, p. 326–339, 2017.

## SEGUNDA PARTE

### ARTIGO 1 - O DESEMPENHO DENTRO DAS ORGANIZAÇÕES: UMA REVISÃO SISTEMÁTICA SOBRE AS PRINCIPAIS ABORDAGENS

#### RESUMO

A mensuração do desempenho dentro das empresas apresenta divergências de aplicação empírica principalmente pela falta de consenso acadêmico sobre sua conceituação. Portanto, o objetivo geral deste trabalho é compreender por meio um estudo bibliométrico sobre desempenho nas firmas identificando as temáticas relacionadas às principais abordagens. Para tal utilizou-se de uma revisão sistemática e os principais resultados indicam que o desempenho tem uma relação estreita com estratégia e experimentou, de uma forma geral, um amplo crescimento de publicações na última década. As principais referências remetem aos trabalhos seminais de Barney (1991) e Jensen e Meckling (1976). *Strategic Management Journal* e *Journal of Business Research* são os principais periódicos que publicam temáticas relacionadas ao desempenho. A agenda de estudos futuros aponta que trabalhos relacionados a *financial* tem buscado ampliar as discussões acerca da sustentabilidade ambiental e quando relacionados a *firm performance*, buscam ampliar o conhecimento sobre as práticas mercadológicas adotadas pelas organizações. As sugestões principais são relacionadas a replicar o estudo em outros contextos, ou aprofundar e dar continuidade as pesquisas realizadas.

**Palavras Chave:** Bibliométrico, Estratégia, Periódicos, Agenda.

#### ABSTRACT

The measurement of performance within companies presents divergences in empirical application mainly due to the lack of academic consensus on its conceptualization. Therefore, the general objective of this work is to understand through a bibliometric study on performance in firms, identifying the themes related to the main approaches. To this end, a systematic review was used, and the main results indicate that performance has a close relationship with strategy and has generally experienced a wide growth in publications in the last decade. The main references refer to the seminal works of Barney (1991) and Jensen and Meckling (1976). *Strategic Management Journal* and the *Journal of Business Research* are the main publishers of performance-related topics. The agenda for future studies points out that work related to financial has sought to broaden discussions about environmental sustainability and firm performance to broaden knowledge about marketing practices adopted by organizations. The main suggestions are related to replicating the study in other contexts or to deepen and continue the research carried out.

**Keywords:** Bibliometric, Strategy, Journals, Agenda.

## 1 INTRODUÇÃO

A mensuração do desempenho dentro das empresas apresenta divergências de aplicação empírica principalmente pela falta de consenso acadêmico sobre sua conceituação. Outro ponto ainda, como propõe Carneiro *et al.* (2007) é que múltiplos tipos de desempenho, ou dimensões, são analisadas, e sob diferentes perspectiva, que podem levar a entendimentos diferentes do resultado observado (CARNEIRO *et al.*, 2007; KARPINSKI; KÜHL, 2018). Concentrando a atenção sobre as abordagens em que se pode avaliar o desempenho, é preciso identificar as principais abordagens adotadas nas pesquisas.

A compreensão do desempenho parte de entender as abordagens que a literatura traz. Venkatraman e Ramanujam (1986) tratam de *business performance* e indicam que o desempenho é composto por um desempenho financeiro e um desempenho organizacional. Diferentes estudos que abordam o desempenho elaboram suas discussões pautados em estratégia, contudo aspectos econômicos também aparecem como relevantes.

A maioria dos estudos estão relacionados a indicadores financeiros, empregando medidas contábeis de lucratividade (SELVAM *et al.*, 2016), entretanto, estas podem não ser suficientes dependendo da abordagem que se deseja dar a pesquisa (CARNEIRO *et al.*, 2007). Várias correntes teóricas têm procurado estudar a heterogeneidade do desempenho, dando-se ênfase a sua utilização como variável dependente, contudo, há uma defesa de que o desempenho deve ser previsto, entendido e determinado em todas as áreas dos estudos organizacionais, principalmente porque dentro de uma empresa existem diversos conjuntos de atividades que exercem influência em seu desempenho (BRITO; VASCONCELOS, 2004; KUHL; KUHL; GUSMÃO, 2014).

Assim o objetivo geral deste trabalho é compreender por meio de um estudo bibliométrico sobre desempenho nas firmas identificando as temáticas relacionadas às principais abordagens. A compreensão de quais abordagens são utilizadas e cenários em que os estudos são pautados nos leva a entender como cada abordagem trata o desempenho dentro da organização, assim como qual a abrangência que ela dá sobre o desempenho da organização.

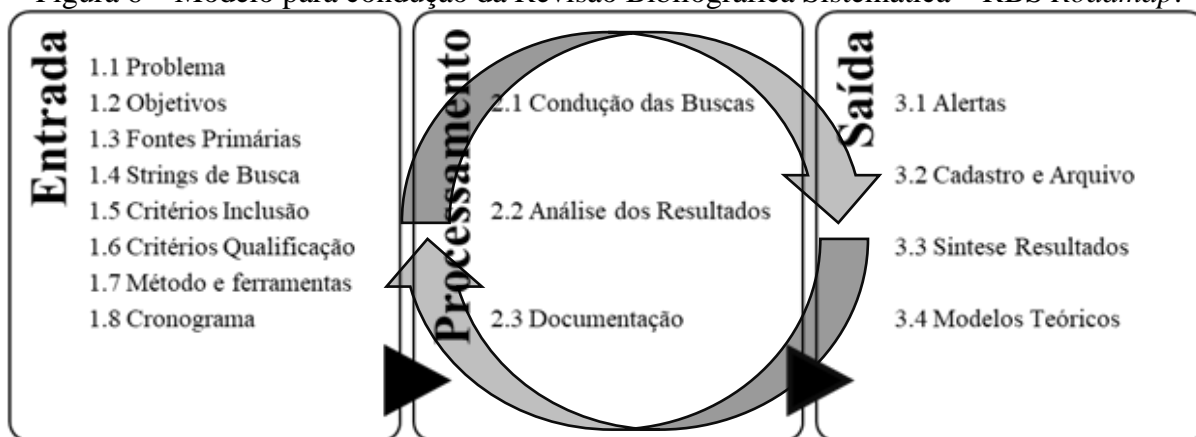
Este trabalho está estruturado em seis seções. Além desta introdução temos uma seção que descreve os procedimentos adotados para a realização da pesquisa denominada Método de Pesquisa. Após são apresentados os resultados e uma breve evidenciação. Na quarta seção aparecem as discussões e implicações dos resultados. Uma agenda para futuros estudos é apresentada na quinta seção e após, são feitas as considerações finais do trabalho.

## 2 MÉTODO DE PESQUISA

Na busca por entender como cada corrente teórica aborda o desempenho e para alcançar resultados robustos, optou-se por uma revisão sistemática, que dentro de determinado campo busca identificar estudos relacionados ao tema, por meio da adoção de um conjunto de regras definidas a priori, com o objetivo de sintetizar esses resultados primários utilizando estratégias que diminuam a ocorrência de erros aleatórios e sistemáticos, fazendo emergir os estudos relevantes (BERWANGER *et al.*, 2007; RODRIGUES; ZIEGELMANN, 2010; SAMPAIO; MANCINI, 2007).

A pesquisa foi conduzida e sistematizada baseando-se no modelo RBS *Roadmap* proposto por Conforto, Amaral e da Silva (2011) trabalhado em três grandes etapas. A primeira grande etapa é a “Entrada” que abrange todo o delineamento da pesquisa e esquematização das buscas. Nesta etapa precisa-se indicar o que se pretende com a pesquisa, onde serão coletados os dados, como serão coletados, como será o refinamento e quais ferramentas serão utilizadas. A Figura 6 apresenta uma síntese do processo metodológico adotado (CONFORTO; AMARAL; DA SILVA, 2011).

Figura 6 – Modelo para condução da Revisão Bibliográfica Sistemática – RBS *Roadmap*.



Fonte: Adaptado de Conforto, Amaral e da Silva (2011).

Na segunda etapa dá-se o “Processamento”, que consiste na execução da busca, análise dos resultados e documentação. A etapa seguinte já apresenta as “Saídas” onde é feito o arquivamento dos dados, sintetizado os resultados e elaborado o modelo teórico.

### 2.1 Entrada

Com o objetivo de compreender as principais correntes de estudo do desempenho dentro



das organizações, por meio de uma análise dos estudos que evidenciam essa temática, é necessário inicialmente definir as bases de dados no qual a pesquisa seria conduzida. A utilização de uma base de dados poderia limitar os resultados e dar viés a pesquisa, assim definiu-se que as pesquisas seriam conduzidas nas bases da *Web of Science*<sup>®</sup> e *Scopus*<sup>®</sup>. A escolha se deve a serem duas bases de dados com grande volume de documentos e que concentram grande parte da produção acadêmica global.

Para a coleta de dados foram definidas *strings* de busca (Figura 7) que atendem a algumas das principais caracterizações de desempenho que estão relacionadas ao ambiente organizacional, a fim de alcançar o maior número de resultados possível. Os resultados foram amplos e espalhavam-se por diversas áreas do conhecimento, sendo que se estabeleceu o critério de inclusão de que os artigos precisavam estar indexados nas categorias *Management* ou *Business* ou *Economics* ou *Business Finance*. Esse refinamento foi adotado em ambas as bases. Não se estabeleceu critério para período temporal.

## 2.2 Processamento

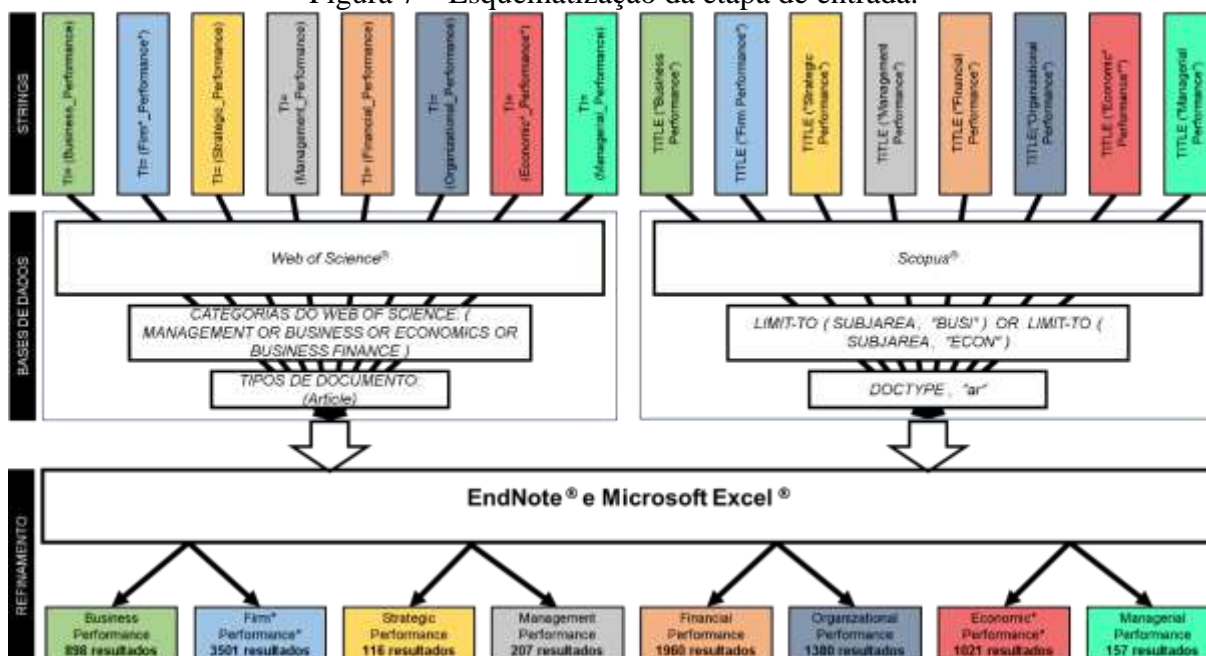
Após as buscas, utilizou-se o Microsoft Excel e EndNote para refinamento dos arquivos duplicados, que estavam indexados em ambas as bases. Neste aspecto foi optado por um artigo, sem distinção de qual a base de origem ou qualquer outra informação. A Figura 7 exemplifica os procedimentos adotados nesta etapa.

A condução das buscas foi elaborada diretamente nas bases de dados sendo extraídos os resultados em diferentes formatos (*.txt*, *.csv*, *.ris* ou *.ciw*) para atender a necessidade de cada *software* específico. Nesta etapa, os dados foram analisados utilizando-se os *softwares* *EndNote*<sup>®</sup>, *Microsoft Excel*<sup>®</sup> e *CiteSpace*<sup>®</sup> (CHEN, 2016). Os softwares foram utilizados para documentação dos resultados e análises que são descritas nesta etapa. Quando o refinamento foi realizado, seguindo o proposto na Figura 7, foi gerada uma planilha refinada para cada termo, que foi utilizada em diferentes análises listadas. Manteve-se os dados originais para dar suporte de informações quando a diferenciação de bases pudesse ser relevante.

A evolução das publicações foi elaborada a partir da planilha refinada e as citações ali relacionadas refletem o somatório dos trabalhos refinados, sendo contado apenas um número de citações por trabalho. Foram analisados ainda os principais periódicos que publicam sobre desempenho dentro das organizações (FILSER; DA SILVA; DE OLIVEIRA, 2017; PRADO *et al.*, 2016). Essa análise foi conduzida na base refinada, por meio do *Microsoft Excel* identificando em cada termo os dez principais periódicos que publicaram sendo estabelecido o

critério de inclusão de ter publicado pelo menos dez trabalhos. Os valores de citação foram extraídos da base original e os rankings dos periódicos de suas referidas bases.

Figura 7 – Esquemática da etapa de entrada.



Fonte: Elaborado pelo autor (2020).

Foram analisados ainda quais os trabalhos mais citados selecionando-se de cada base seus dez trabalhos mais citados. Outra análise buscou identificar quais os trabalhos que são mais recorrentes como suporte teórico na amostra de resultados. Essa análise também foi conduzida a partir de cada termo de busca, por meio do *Citespace* sendo separado os dez trabalhos mais citados em cada termo.

Essas análises aparecem discriminadas nos resultados para cada termo de busca (PRADO *et al.*, 2016). Ainda quando são abordados os principais periódicos que publicam sobre cada tema específico, são evidenciadas duas métricas de impacto. O *Scimago Journal Ranking* (SJR) métrica baseada no fator de impacto relacionado às citações na base Scopus. O *Journal Citation Reports* (JCR) é uma métrica da Base *Web of Science* e calculada com base nas citações recebidas pelo periódico naquela base.

A partir do software Nvivo foram realizadas as análises dos termos mais recorrentes nos títulos dos resultados da busca. Para essas análises utilizou-se a planilha refinada, abordando separadamente cada termo. Os resultados foram dispostos em forma de nuvem de palavras.

## 2.3 Saídas

Os resultados da pesquisa são apresentados de maneira individual para cada termo, além

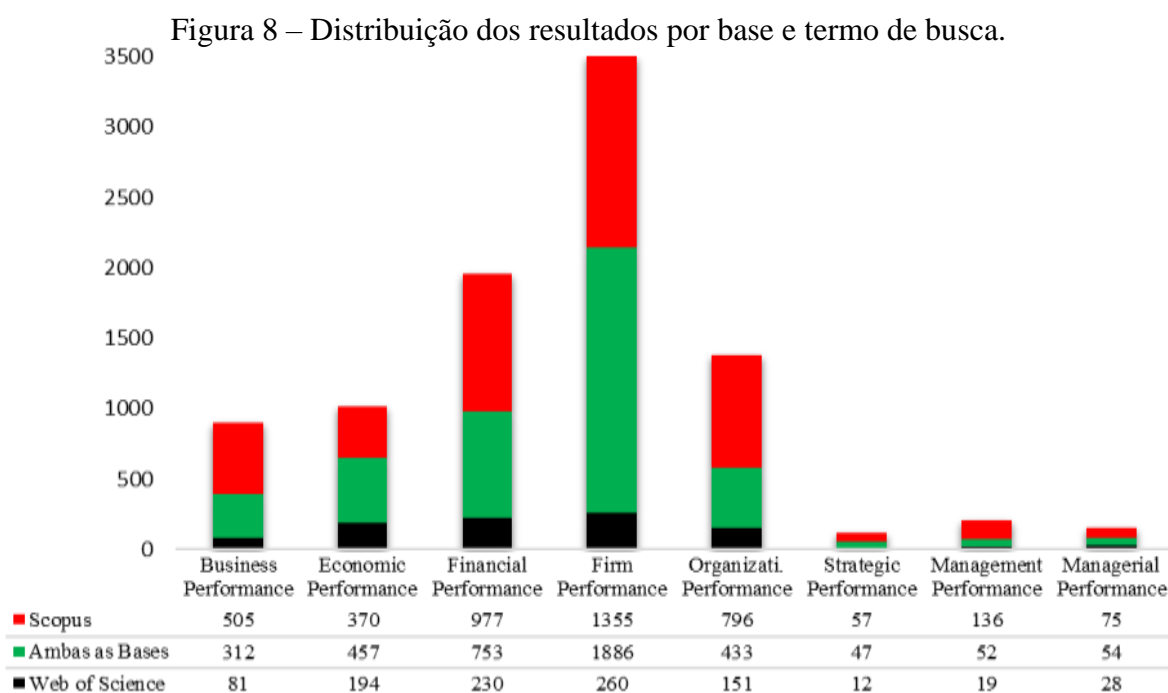
de uma abordagem geral indicando as similaridades entre os termos. Não foi construído um modelo teórico, contudo foi elaborada a representação que, de uma forma geral, mostra a tendência de pesquisas para cada termo indicando as similaridades e proximidades e é acrescentado uma agenda de estudos futuros que podem direcionar e expandir as pesquisas atuais.

### 3 RESULTADOS

A pesquisa revela uma predominância de trabalhos publicados relacionados aos termos “*Firm Performance*” e “*Financial Performance*”, assim como uma baixa incidência de estudos sobre os termos “*Strategic, Managerial e Management Performance*”.

Quanto a alocação nas bases consultadas fica evidente que a base *Scopus* apresenta um maior número de trabalhos publicados, sendo que aproximadamente 50% também está indexado na *Web of Science*. Além disso, ambas as bases apresentam trabalhos exclusivos, que justificam a inclusão nesta pesquisa sendo que alguns trabalhos são expressivos quanto ao número de citações.

Os resultados refinados consideram apenas arquivos únicos, já removidas as duplicações. A partir deste refinamento foi elaborada a Figura 8, para expor a distribuição dos arquivos nas bases de dados, assim como quais termos apresentaram maiores incidências de resultados.



Fonte: Dados da Pesquisa (2020).

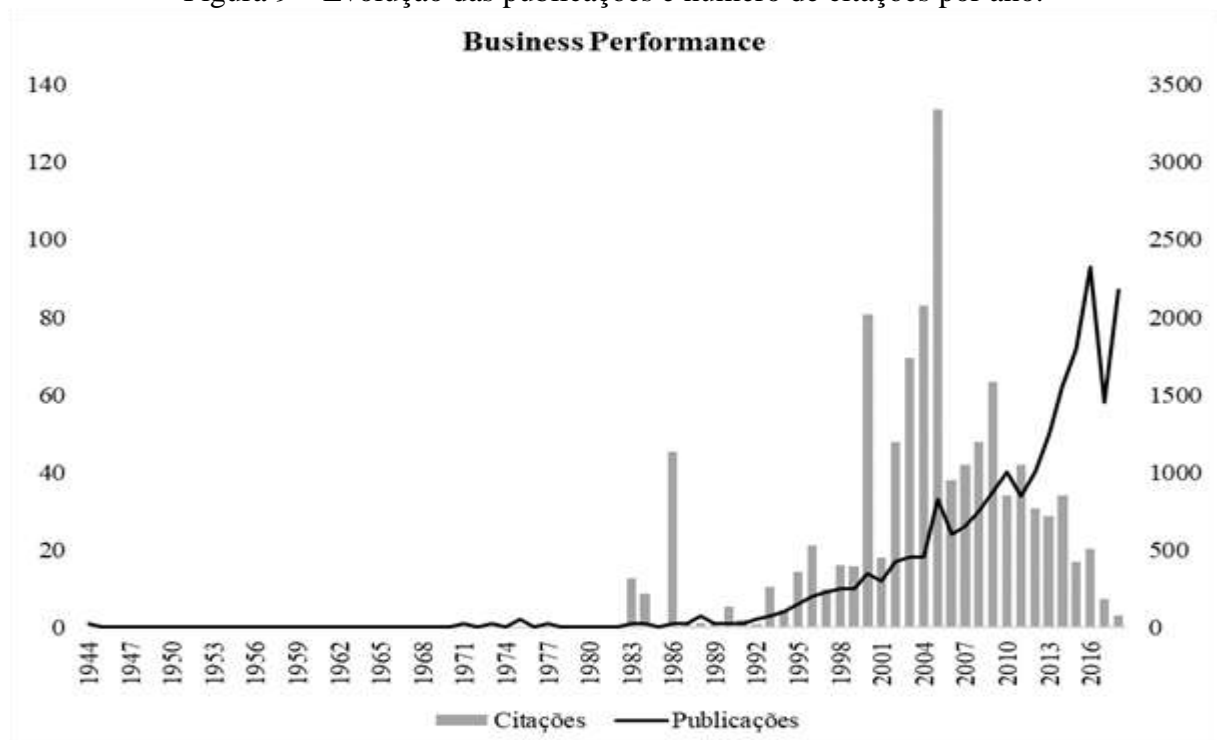
A fim de compreender mais especificamente como cada termo se diferencia dos demais buscou-se analisá-los individualmente e a partir do conjunto de dados específicos apresentar os resultados que são descritos a seguir.

### 3.1 Business Performance

A busca resultou 898 resultados em que o termo aparece no título e atendendo aos requisitos apontados na metodologia. Desses mais de 70% dos trabalhos foram publicados a partir 2009. O primeiro resultado remonta de 1944, tendo um período vazio até 1971, em que se retomou a utilização do termo nos títulos. Em 2016, foram publicados 93 trabalhos relacionados ao tema, sendo, até o momento o ano que mais se produziu sobre este assunto.

Os trabalhos desenvolvidos em 2005 quando somados apresentam o maior número de citações. Dentre eles destaca-se o trabalho “*Entrepreneurial orientation and small business performance: A configurational approach*” de Wiklund e Shepherd que conta com 1021 citações na base Scopus o que representa cerca de 30% das citações dos trabalhos desenvolvidos neste ano. A Figura 9 apresenta a evolução das citações.

Figura 9 – Evolução das publicações e número de citações por ano.



Fonte: Dados da Pesquisa (2020).

Os periódicos que mais publicam sobre o tema são apresentados na Tabela 3. São

apresentados o número de publicações e de citações agrupado destas publicações. O *International Journal of Business Performance Management* detém o maior número de publicações, contudo há uma baixa aderência de citações destes trabalhos. Observa-se que os periódicos que detém um maior número de citações são os que possuem um SJR superior a 1, implicando em periódicos com um maior impacto acadêmico.

Tabela 3 – Principais periódicos que publicaram sobre *Business Performance*.

Journal	JCR (2018)	SJR (2018)	Trabalhos	Citações	
				WOS	Scopus
<i>International Journal of Business Performance Management</i>	-	0,19	17	3	71
<i>Journal of Business Research</i>	4,03	1,68	15	518	843
<i>International Journal of Operations and Production Management</i>	4,11	2,10	14	644	725
<i>International Journal of Productivity and Performance Management</i>	-	0,64	13	42	184
<i>Industrial Marketing Management</i>	4,78	2,38	12	1125	1457
<i>International Journal of Applied Business and Economic Research</i>	-	0,11	11	-	7
<i>International Journal of Quality and Reliability Management</i>	-	0,58	11	2	338
<i>International Journal of Supply Chain Management</i>	-	0,20	11	-	4
<i>Small Business Economics</i>	3,55	1,91	11	877	1152
<i>Total Quality Management and Business Excellence</i>	2,18	0,78	11	107	172

Fonte: Dados da Pesquisa (2020).

Contudo, o fato de deter um maior número de publicações não implica necessariamente que apenas os trabalhos publicados nestes periódicos tenham visibilidade e citações, como é possível ver na Tabela 4, que apresenta os trabalhos mais citados, cujo termo “*Business Performance*” aparece no título. Dentre os resultados dessa tabela, apenas 2 trabalhos foram publicados nos periódicos identificados na Tabela 3.

Destacam-se os trabalhos de Brynjolfsson e Hitt (2000) que abordam o impacto da adoção de tecnologia da informação sobre o desempenho permitindo redução de custos, com aumento de produtividade e sobretudo uma melhoria na qualidade do produto. O trabalho de Venkatraman e Ramanujam (1986), além de ser um dos mais citados é um dos trabalhos seminais sobre a temática de desempenho, por definir um entendimento de “*business performance*” a partir da junção do desempenho financeiro e do desempenho organizacional.

Outro ponto de destaque é o fato de publicações relativamente recentes figurarem entre os mais citados, os trabalhos de Rauch *et al.* (2009) e Yang, Hong e Modi (2011).

Tabela 4 – Trabalhos mais citados sobre *Business Performance*.

Autor	Título	Revista	Citações por Base	
			WOS	Scopus
Brynjolfsson e Hitt (2000)	<i>Beyond computation: Information technology, organizational transformation and business performance</i>	<i>Journal of Economic Perspectives</i>	875	1178
Venkatraman e Ramanujam (1986)	<i>Measurement of business performance in strategy research - A comparison of approaches</i>	<i>Academy of Management Review</i>	1129	NI*
Wiklund e Shepherd (2005)	<i>Entrepreneurial orientation and small business performance: A configurational approach</i>	<i>Journal of Business Venturing</i>	841	1021
Rauch, <i>et al.</i> (2009)	<i>Entrepreneurial orientation and business performance: An assessment of past research and suggestions for the future</i>	<i>Entrepreneurship: Theory and Practice</i>	NI*	981
Hult, Hurley e Knight (2004)	<i>Innovativeness: Its antecedents and impact on business performance</i>	<i>Industrial Marketing Management</i>	687	864
Bontis, Chua Chong Keow e Richardson (2000)	<i>Intellectual capital and business performance in Malaysian industries</i>	<i>Journal of Intellectual Capital</i>	NI*	655
Rosenzweig, Roth e Dean Jr. (2003)	<i>The influence of an integration strategy on competitive capabilities and business performance: An exploratory study of consumer products manufacturers</i>	<i>Journal of Operations Management</i>	404	495
Kochan <i>et al.</i> (2003)	<i>The effects of diversity on business performance: Report of the diversity research network</i>	<i>Human Resource Management</i>	354	464
Matsuno, Mentzer e Özsoy (2002)	<i>The effects of entrepreneurial proclivity and market orientation on business performance</i>	<i>Journal of Marketing</i>	379	455
Yang, Hong e Modi (2011)	<i>Impact of lean manufacturing and environmental management on business performance: An empirical study of manufacturing firms</i>	<i>International Journal of Production Economics</i>	NI*	402
Bosma <i>et al.</i> (2004)	<i>The value of human and social capital investments for the business performance of startups</i>	<i>Small Business Economics</i>	287	341
Phillips, Chang e Buzzell (1983)	<i>Product quality, cost position and business performance - A test of some key hypotheses</i>	<i>Journal of Marketing</i>	319	NI*
Vickery, Droge e Markland (1993)	<i>Production competence and business strategy - Do they affect business performance</i>	<i>Decision Sciences</i>	263	NI*

NI\* – Não Indexado

Fonte: Dados da Pesquisa (2020).

As principais referências utilizadas por estes trabalhos apontam a importância da parte estratégica, ressaltada principalmente pelo trabalho de Barney (1991), e dos diferentes trabalhos

que tratam sobre orientação de mercado. Percebe-se também trabalhos que indicam uma metodologia de análise pautada em equações estruturais (ANDERSON; GERBING, 1988; FORNELL; LARCKER, 1981). Essas informações podem ser observadas na Tabela 5, que aponta as principais referências.

Tabela 5 – Principais referências nos estudos buscados em *Business Performance*.

<b>Autor</b>	<b>Título</b>	<b>Publicação</b>
Barney (1991)	<i>Firm Resources and Sustained Competitive Advantage</i>	<i>Journal of Management</i>
Fornell e Larcker (1981)	<i>Evaluating structural equation models with unobservable variables and measurement error</i>	<i>Journal of marketing research</i>
Kohli e Jaworski (1990)	<i>Market Orientation: The Construct, Research Propositions, and Managerial Implications</i>	<i>Journal of Marketing</i>
Dess e Robinson (1984)	<i>Measuring organizational performance in the absence of objective measures: the case of the privately-held firm and conglomerate business unit</i>	<i>Strategic management journal</i>
Podsakoff et al. (2003)	<i>Common method biases in behavioral research: A critical review of the literature and recommended remedies.</i>	<i>Journal of Applied Psychology</i>
Venkatraman e Ramanujam (1986)	<i>Measurement of business performance in strategy research - A comparison of approaches</i>	<i>Academy of Management Review</i>
Narver e Slater (1990)	<i>The Effect of a Market Orientation on Business Profitability</i>	<i>Journal of marketing</i>
Anderson e Gerbing (1988)	<i>Structural equation modeling in practice: A review and recommended two-step approach.</i>	<i>Psychological bulletin</i>
Jaworski e Kohli (1993)	<i>Market Orientation: Antecedents and Consequences</i>	<i>Journal of Marketing</i>
Nunnally (1978)	<i>Psychometric Theory: 2d Ed</i>	<i>Book</i>
Armstrong e Overton (1977)	<i>Estimating Nonresponse Bias in Mail Surveys</i>	<i>Journal of marketing research</i>
Day (1994)	<i>The Capabilities of Market-Driven Organizations</i>	<i>Journal of Marketing</i>

Fonte: Dados da Pesquisa (2020).

Predominam, portanto, trabalhos voltados ao campo de orientação de mercado, o que pode ser evidenciado quando se analisa a incidência destes termos nos títulos (Figura 10), não só dos principais autores citados, como nos títulos dos resultados desta pesquisa. Esse indicativo aponta para uma predominância de estudos estratégicos que buscam relacionar o posicionamento de uma empresa e seu desempenho. O termo “*Innovation*” que aparece em destaque reforça ainda a ideia de um posicionamento de mercado.

Como reforço a essa ideia, é possível observar que as palavras mais citadas são “impacto” e “efeito”, indicando que a maioria dos estudos buscou analisar um ou mais fatores específicos e suas influências no desempenho. Ainda se destacam palavras como “*Industry*” e “*Manufacturing*”, indicando que estes setores pautam o grande foco dos estudos.

Figura 10 – Termos mais recorrentes nos títulos dos estudos.



Fonte: Dados da pesquisa pelo NVivo (2020).

### 3.2 Economic Performance

Contendo o termo “*Economic Performance*” no título foram identificados 1021 trabalhos elaborados a partir de 1968. A partir de então tem-se mantido, em geral, um crescimento do número de trabalhos ao longo do tempo. Em 2018 foram publicados 71 trabalhos sendo esse o ano em que mais se utilizou o termo no título, como pode ser visto na Figura 11.

Os trabalhos produzidos em 1994 somam o maior número de citações, alavancados principalmente por North (*Economic performance through time*) e Rao e Holt (*Do green supply chains lead to competitiveness and economic performance?*) que aparecem entre os trabalhos mais citados.

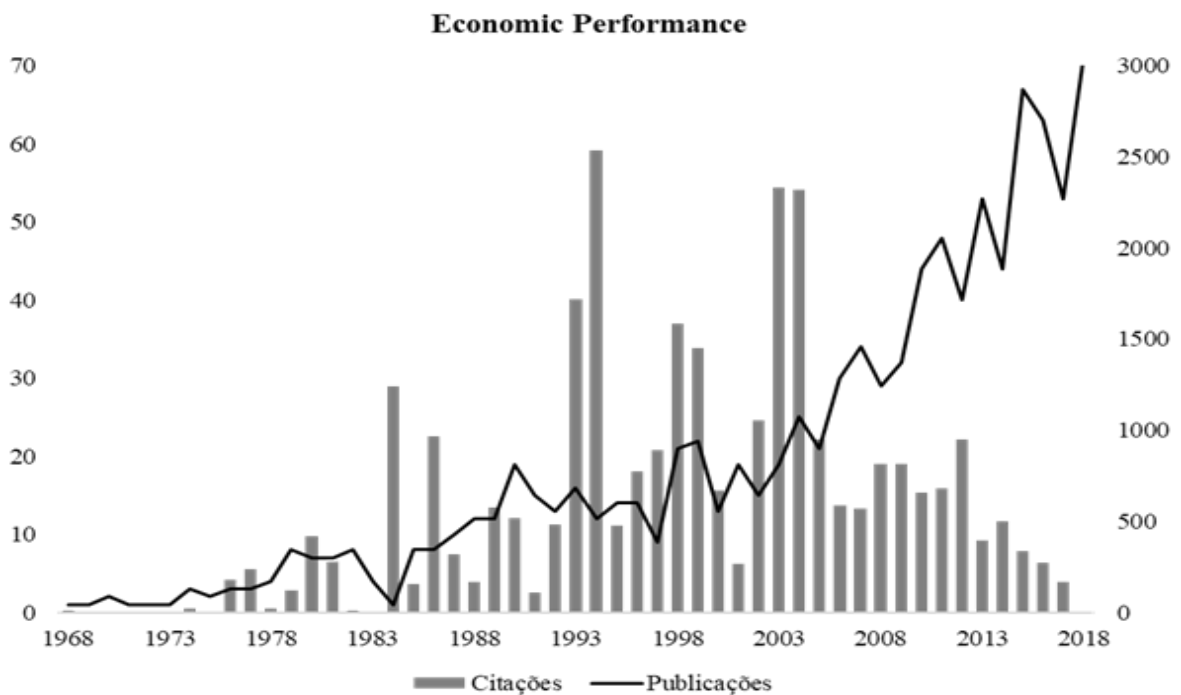
Nos anos de 2003 e 2004, foram publicados 19 e 25 trabalhos respectivamente, os trabalhos, somados apontam mais de 2.300 citações por ano, sendo que 2 trabalhos compõe a



lista de mais citados. Analisando os últimos dez anos, as publicações sobre o tema dobraram, apesar da oscilação frequente de publicações.

Esses números indicam um interesse crescente por parte da academia, e apesar do pouco período, alguns trabalhos publicados tem chamado atenção, como o trabalho de Boons *et al.* (2013), que trata de modelos de negócio e inovações sustentáveis, e seus impactos no desempenho econômico das empresas. O trabalho conta com quase 300 citações.

Figura 11 – Evolução das publicações e número de citações por ano.



Fonte: Dados da Pesquisa (2020).

O trabalho mais citado, conforme mostra a Tabela 6, foi o “*Institutions and economic performance: Cross-country tests using alternative institutional measures*” de Knack e Keefer (1995) que aborda a inclusão da variável de direitos de propriedade e evidenciando um poder explicativo maior que algumas proxies testadas. Este trabalho evidenciou a importância de considerar os direitos de propriedade na mensuração do crescimento econômico e nas considerações sobre alocação de recursos por parte dos investidores.

O panorama ressaltado pelos títulos indica que os trabalhos abordam e ressaltam aspectos regionais, evidenciando relações de empresas dentro de um país ou mesmo entre países. Há também trabalhos que buscam explicar como as empresas divulgam informações referentes as práticas sustentáveis adotadas, com especial atenção as divulgações ambientais e sociais e a relação destas com o desempenho econômico.

Olhando agora para os periódicos que mais publicaram trabalhos cujo termo “*Economic*

*performance*” aparece no título, é possível identificar que dois trabalhos, que aparecem entre os mais citados (Tabela 6), foram publicados em periódicos listados na Tabela 7. Conforme se analisa em conjunto as Tabelas 6 e 7, o *Strategic Management Journal*, apresenta um dos onze trabalhos que publicou entre os mais citados.

Tabela 6 – Trabalhos mais citados sobre *Economic Performance*.

Autor	Título	Revista	Citações por Base	
			WOS	Scopus
Knack e Keefer (1995)	<i>Institutions and economic performance: Cross-country tests using alternative institutional measures</i>	<i>Economics &amp; Politics</i>	NI*	1920
North (1994)	<i>Economic performance through time</i>	<i>American Economic Review</i>	980	1320
Rao e Holt (1994)	<i>Do green supply chains lead to competitiveness and economic performance?</i>	<i>International Journal of Operations &amp; Production Management</i>	808	NI*
Ullmann (1985)	<i>Data in search of a theory – A critical-examination of the relationships among social performance, social disclosure, and economic-performance of united-states firms</i>	<i>Academy of Management Review</i>	801	NI*
Oswald (1997)	<i>Happiness and economic performance</i>	<i>Economic Journal</i>	667	793
Li e Zhou (2005)	<i>Political turnover and economic performance: The incentive role of personnel control in China</i>	<i>Journal of Public Economics</i>	598	705
Al-Tuwaijri, Christensen e Hughes (2004)	<i>The relations among environmental disclosure, environmental performance, and economic performance: A simultaneous equations approach</i>	<i>Accounting, Organizations and Society</i>	564	660
Porter (2003)	<i>The economic performance of regions</i>	<i>Regional Studies</i>	617	NI*
Thomsen e Pedersen T. (2000)	<i>Ownership structure and economic performance in the largest European companies</i>	<i>Strategic Management Journal</i>	428	547
Venkatraman e Ramanujam (1987)	<i>Measurement of Business Economic Performance: An Examination of Method Convergence</i>	<i>Journal of Management</i>	428	540
Collier e Gunning (1999)	<i>Explaining African economic performance</i>	<i>Journal of Economic Literature</i>	NI*	521
Besley e Burgess (2004)	<i>Can labor regulation hinder economic performance? Evidence from India</i>	<i>Quarterly Journal of Economics</i>	370	458
Chang Hong (2000)	<i>Economic performance of group-affiliated companies in Korea: Intragroup resource sharing and internal business transactions</i>	<i>Academy of Management Journal</i>	NI*	421

NI\* – Não Indexado

Fonte: Dados da Pesquisa (2020).

Os periódicos com mais publicações destacam-se o *Journal of Cleaner Production* com 27 publicações e *Regional Studies* com 21 publicações. Nota-se que apesar de um maior número

de publicações, apenas 7 periódicos satisfizeram os critérios de inclusão, e considerando o volume de publicações entende-se que os trabalhos estão mais espalhados entre periódicos.

Tabela 7 – Principais periódicos que publicaram sobre *Economic Performance*.

Journal	JCR (2018)	SJR (2018)	Trabalhos	Citações	
				WOS	Scopus
<i>Journal of Cleaner Production</i>	6,39	1,62	27	-	654
<i>Regional Studies</i>	3,07	2,33	21	1266	-
<i>Applied Economics</i>	0,97	0,50	16	96	118
<i>Economic Journal</i>	2,92	5,01	16	1044	1197
<i>Public Choice</i>	0,97	0,78	14	297	321
<i>World Development</i>	3,90	2,25	12	303	400
<i>Strategic Management Journal</i>	5,57	8,84	11	1535	1929

Fonte: Dados da Pesquisa (2020).

As principais referências, listadas na Tabela 8, tratam de assuntos diversos, contudo mantém o alinhamento estratégico. São utilizados trabalhos que dão enfoque maior nos recursos específicos da firma quando tratam de assuntos em nível de empresa. Algumas das referências utilizadas apontam para a perspectiva macroeconômica, indicando que muitos trabalhos estudam o desempenho econômico e o crescimento econômico de países. É possível ainda, quando se observa as principais referências utilizadas, perceber uma certa preferência por análises em painel.

Tabela 8 – Principais referências nos estudos buscados em *Economic Performance*. (Continua)

Autor	Título	Publicação
North (1990)	<i>Institutions, Institutional Change and Economic Performance</i>	<i>Book</i>
Sharma e Vredenburg (1998)	<i>Proactive corporate environmental strategy and the development of Strategically competitive organizational capabilities</i>	<i>Strategic Management Journal</i>
Solow (1956)	<i>A Contribution to the Theory of Economic Growth</i>	<i>The Quarterly Journal of Economics</i>
Russo e Fouts (1997)	<i>A resource-based perspective on corporate environmental performance and profitability</i>	<i>Academy of Management Journal</i>
Hart (1995)	<i>A natural-resource-based view of the firm</i>	<i>Academy of Management Review</i>
Acemoglu, Johnson e Robinson (2001)	<i>The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation</i>	<i>American Economic Review</i>
Arellano e Bond (1991)	<i>Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations</i>	<i>The Review of Economic Studies</i>
Rodrik, Subramanian e Trebbi (2004)	<i>Institutions rule: the primacy of institutions over geography and integration in economic development</i>	<i>Journal of Economic Growth</i>
Mankiw, Romer e Weil (1992)	<i>A Contribution to the Empirics of Economic Growth</i>	<i>The Quarterly Journal of Economics</i>



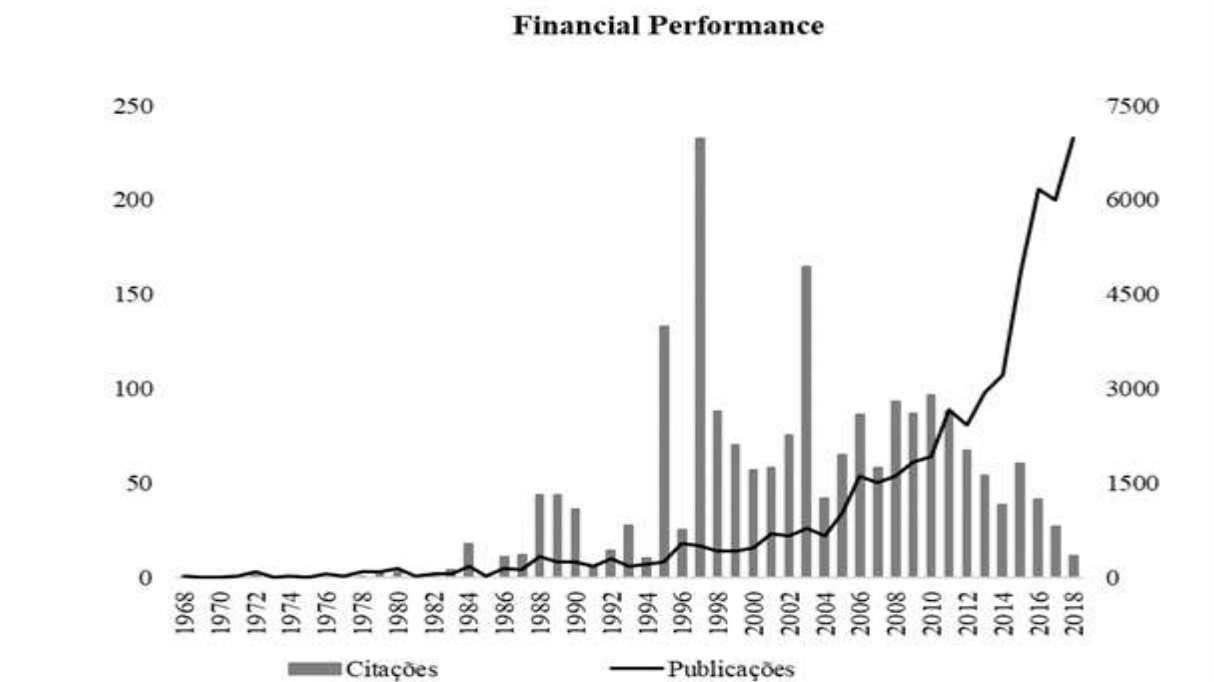
países e regiões, e os resultados sendo aplicados a uma área geográfica. Contudo, os termos que remetem a indústria, mercado e corporação, também se apresentam em destaque, o que indica um campo focado em cenários econômicos tanto de abrangência macro, quanto micro no seu nível fundamental, dentro da empresa.

### 3.3 Financial Performance

O desempenho financeiro aparece como o segundo termo com mais resultados na busca, apontando um total de 1960 trabalhos. Apesar do primeiro trabalho ser datado de 1968, a partir de 2010 houve uma maior utilização do termo, indicando uma maior atenção da academia, já que mais de 60% dos trabalhos foram publicados após esse ano.

Na Figura 13 é possível perceber graficamente esse crescente interesse acadêmico, sendo que nos últimos 3 anos foram publicados pelo menos 200 trabalhos por ano.

Figura 13 – Evolução das publicações e número de citações por ano.



Fonte: Dados da Pesquisa (2020).

Avaliando as citações, é observado que os trabalhos produzidos em 1997 somam o maior número de citações, sendo que 2 trabalhos se destacam, *The corporate social performance-financial performance link* de Waddock e Graves e *The corporate social performance and corporate financial performance debate: Twenty-five years of incomparable research* de Griffin e Mahon.

Na Tabela 9 pode-se conferir os trabalhos que mais foram citados cujo termo “*Financial performance*” aparece no título.

Tabela 9 – Trabalhos mais citados sobre *Financial Performance*.

Autor	Título	Revista	Citações por Base	
			WOS	Scopus
Huselid (1995)	<i>The impact of human-resource management-practices on turnover, productivity, and corporate financial performance</i>	<i>Academy of Management Journal</i>	3218	NI*
Orlitzky, Schmidt e Rynes (2003)	<i>Corporate social and financial performance: a meta-analysis</i>	<i>Organization Studies</i>	NI*	2731
Waddock e Graves (1997)	<i>The corporate social performance-financial performance link</i>	<i>Strategic Management Journal</i>	2100	2453
McWilliams e Siegel (2000)	<i>Corporate social responsibility and financial performance: Correlation or misspecification?</i>	<i>Strategic Management Journal</i>	1150	1323
Zahra e Pearce (1989)	<i>Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model</i>	<i>Journal of Management</i>	NI*	1131
Dalton et al. (1998)	<i>Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance</i>	<i>Strategic Management Journal</i>	NI*	1097
Griffin e Mahon (1997)	<i>The corporate social performance and corporate financial performance debate: Twenty-five years of incomparable research</i>	<i>Business and Society</i>	NI*	1066
Berman et al. (1999)	<i>Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management models and firm financial performance</i>	<i>Academy of Management Journal</i>	919	1036
McGuire, Sundgren, e Schneeweis (1988)	<i>Corporate social-responsibility and firm financial performance</i>	<i>Academy of Management Journal</i>	1023	NI*
Roberts e Dowling (2002)	<i>Corporate reputation and sustained superior financial performance</i>	<i>Strategic Management Journal</i>	879	1009
Ittner e Larcker (1998)	<i>Are nonfinancial measures leading indicators of financial performance? An analysis of customer satisfaction</i>	<i>Journal of Accounting Research</i>	536	701
Dalton et al. (1999)	<i>Number of directors and financial performance: A meta-analysis</i>	<i>Academy of Management Journal</i>	NI*	700
Vickery, et al. (2003)	<i>The effects of an integrative supply chain strategy on customer service and financial performance: an analysis of direct versus indirect relationships</i>	<i>Journal of Operations Management</i>	533	NI*
Surroca, Tribo e Waddock (2010)	<i>Corporate responsibility and financial performance: the role of intangible resources</i>	<i>Strategic Management Journal</i>	521	NI*
Cochran e Wood (1984)	<i>Corporate social-responsibility and financial performance</i>	<i>Academy of Management Journal</i>	511	NI*

NI\* – Não Indexado

Fonte: Dados da Pesquisa (2020).

O trabalho mais citado foi *The impact of human-resource management-practices on turnover, productivity, and corporate financial performance* (HUSELID, 1995), evidenciando empiricamente que práticas de trabalho de alta performance, impactam no desempenho financeiro das empresas. Contudo, os trabalhos até o momento que mais tem gerado discussão na academia estão relacionados a Responsabilidade Social Corporativa, termo predominante nos trabalhos mais citados.

É possível perceber que dentre os artigos com maior número de citações, vários foram publicados pelo *Strategic Management Journal* que aparece na Tabela dez como um dos que mais publicaram nesta linha de trabalho. Outro ponto é a relevância dos trabalhos publicados por este periódico, sendo que seus trabalhos detêm mais que o dobro das citações dos outros periódicos somados.

O periódico que mais publicou sobre desempenho financeiro foi o *Journal of Business Ethics* com 48 resultados e como segundo com mais citações acumuladas. O *Journal of Cleaner Production*, com 38 publicações, aparece como o segundo periódico que mais publicou, sendo, portanto, um dos principais periódicos procurados, assim como quando se aborda desempenho financeiro.

Tabela 10 – Principais periódicos que publicaram sobre *Financial Performance*.

Journal	JCR (2018)	SJR (2018)	Trabalhos	Citações	
				WOS	Scopus
<i>Journal of Business Ethics</i>	3,76	1,86	48	2914	4468
<i>Journal of Cleaner Production</i>	6,39	1,62	38	-	794
<i>Corporate Ownership and Control</i>	-	0,16	35	-	99
<i>Strategic Management Journal</i>	5,57	8,84	29	7401	10045
<i>International Journal of Applied Business and Economic Research</i>	-	0,11	25	-	6
<i>Journal of Business Research</i>	4,03	1,68	21	627	796
<i>Business Strategy and the Environment</i>	6,38	2,17	20	216	442
<i>Apparel Strategist</i>	-	0,00	18	-	-
<i>Corporate Social Responsibility and Environmental Management</i>	5,51	1,67	17	237	286
<i>Journal of Hospitality Financial Management</i>	-	0,41	17	-	38

Fonte: Dados da Pesquisa (2020).

As referências utilizadas pelas publicações, como é possível ver na Tabela 11, apontam que os principais suportes teóricos são também os trabalhos mais citados (ver Tabela 9). Excetuando esses trabalhos, identifica-se uma similaridade de referências que também foram

utilizadas quando o tópico foi *Business Performance*.

O foco dos trabalhos citados, assim como evidenciado na Tabela 9, gira em torno da Responsabilidade Social Corporativa, e seu impacto no desempenho financeiro e como suas práticas estão alinhadas. Essa afirmativa é corroborada também pelos termos utilizados nos títulos (Figura 14).

Tabela 11 – Principais referências nos estudos buscados em *Financial Performance*.

<b>Autor</b>	<b>Título</b>	<b>Revista</b>
Orlitzky, Schmidt e Rynes (2003)	<i>Corporate social and financial performance: A meta-analysis</i>	<i>Organization Studies</i>
Jensen e Meckling (1976)	<i>Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure</i>	<i>Journal of financial economics</i>
Waddock e Graves (1997)	<i>The corporate social performance-financial performance link</i>	<i>Strategic Management Journal</i>
McGuire, Sundgren, e Schneeweis (1988)	<i>Corporate social-responsibility and firm financial performance</i>	<i>Academy of Management Journal</i>
McWilliams e Siegel (2000)	<i>Corporate social responsibility and financial performance: Correlation or misspecification?</i>	<i>Strategic Management Journal</i>
Russo e Fouts (1997)	<i>A resource-based perspective on corporate environmental performance and profitability</i>	<i>Academy of management Journal</i>
Freeman (1984)	<i>Strategic Management: A Stakeholders Approach</i>	<i>Book</i>
McWilliams e Siegel (2001)	<i>Corporate social responsibility: A theory of the firm perspective</i>	<i>Academy of management review</i>
Griffin e Mahon (1997)	<i>The corporate social performance and corporate financial performance debate: Twenty-five years of incomparable research</i>	<i>Business and Society</i>
Margolis e Walsh (2003)	<i>Misery Loves Companies: Rethinking Social Initiatives by Business</i>	<i>Administrative Science Quarterly</i>
Barney (1991)	<i>Firm Resources and Sustained Competitive Advantage</i>	<i>Journal of Management</i>

Fonte: Dados da Pesquisa (2020).

Assim como as abordagens anteriores, há uma preocupação em mensurar impactos e efeitos. Há recorrência de termos associados a mercado, Estrutura de capital e inovação, informações já evidenciadas anteriormente no termo *Business Performance*. Outros termos recorrentes são voltados a estratégia que também compôs a nuvem nos dois termos anteriores.

Há, portanto, subsídios para indicar uma proximidade entre *Business* e *Financial Performance* com base em alguns elementos do suporte teórico destes trabalhos, mas principalmente por alguns dos drivers associados encontrados nos títulos que evidenciam esta similaridade.



Figura 14 – Termos mais recorrentes nos títulos dos estudos.



Fonte: Dados da Pesquisa (2020).

### 3.4 Firm Performance

Ao realizar uma pesquisa sobre desempenho de uma empresa e as melhores formas de buscar este assunto na literatura, o primeiro termo que surge é “*Firm Performance*”, e não ao acaso, já que neste caso, gerou o maior número de resultados. A Figura 15 evidencia a evolução das publicações desta abordagem.

Figura 15 – Evolução das publicações e número de citações por ano.



Fonte: Dados da Pesquisa (2020).

Foram 3.501 publicações desde que o termo aparece pela primeira vez na busca, em 1975 e nos últimos 20 anos apresentou um crescimento elevado no número de publicações sendo que no ano de 2018, foram registradas 367 publicações. O maior número de citações está relacionado aos trabalhos de 2003 sendo que 2 deles aparecem entre os mais citados. Os trabalhos publicados entre os anos de 2006 e 2008 também foram bem citados, contudo não apareceram trabalhos entre os mais citados.

*A resource-based perspective on information technology capability and firm performance: An empirical investigation* elaborado por Bharadwaj (2000) é o trabalho mais citado. Ele aborda a visão baseada em recursos destacando o papel da tecnologia de informação (TI) como um determinante de desempenho. Os resultados indicaram que empresas com altos níveis de TI, possuem medidas de desempenho superiores ao grupo de controle selecionado.

Na Tabela 12 são apresentados os trabalhos mais citados. Com a adoção deste termo os campos associados ao desempenho são os mais diversos, sendo que os trabalhos mais citados, além do discutido anteriormente, abordam governança corporativa e estrutura de propriedade.

Tabela 12 – Trabalhos mais citados sobre *Firm Performance*. (Continua)

Autor	Título	Revista	Citações por Base	
			WOS	Scopus
Bharadwaj (2000)	<i>A resource-based perspective on information technology capability and firm performance: An empirical investigation</i>	MIS Quarterly: Management Information Systems	NI*	2324
Anderson e Reeb (2003)	<i>Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&amp;P 500</i>	Journal of Finance	1564	1971
Core, Holthausen e Larcker (1999)	<i>Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance</i>	Journal of Financial Economics	1295	1590
Hitt, Hoskisson e Kim (1997)	<i>International diversification: Effects on innovation and firm performance in product-diversified firms</i>	Academy of Management Journal	1230	1462
Peng e Luo (2000)	<i>Managerial ties and firm performance in a transition economy: The nature of a micro-macro link</i>	Academy of Management Journal	1133	1283
Klassen e McLaughlin (1996)	<i>The impact of environmental management on firm performance</i>	Management Science	1008	1187
Youndt et al. (1996)	<i>Human resource management, manufacturing strategy, and firm performance</i>	Academy of Management Journal	NI*	1153
Agrawal e Knoeber (1996)	<i>Firm performance and mechanism to control agency problems between managers and shareholders</i>	Journal of Financial and Quantitative Analysis	801	1141

Tabela 12– Trabalhos mais citados sobre *Firm Performance*. (Conclusão)

Autor	Título	Revista	Citações por Base	
			WOS	Scopus
Hillman e Dalziel (2003)	<i>Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives</i>	Academy of Management Review	939	1124
Calantone, Cavusgil e Zhao (2002)	<i>Learning orientation, firm innovation capability, and firm performance</i>	Industrial Marketing Management	953	1099
Lang e Stulz (1994)	<i>Tobin Q, corporate diversification, and firm performance</i>	Journal of Political Economy	916	NI*
Lumpkin e Dess (2001)	<i>Linking two dimensions of entrepreneurial orientation to firm performance: The moderating role of environment and industry life cycle</i>	Journal of Business Venturing	863	NI*

NI\* – Não Indexado

Fonte: Dados da Pesquisa (2020).

Ainda considerando sobre esses periódicos, ambos possuem alta classificação SJR, indicando que têm elevada representatividade no meio acadêmico e os trabalhos publicados tendem a ter uma maior visibilidade. Na Tabela 13 são listados os periódicos que tem destaque na publicação de trabalhos relacionados a *Firm Performance*.

Tabela 13 – Principais periódicos que publicaram sobre *Firm Performance*.

Journal	JCR (2018)	SJR (2018)	Trabalhos	Citações	
				WOS	Scopus
<i>Strategic Management Journal</i>	5,57	8,84	102	13857	16047
<i>Journal of Business Research</i>	4,08	1,68	87	2175	2773
<i>Corporate Ownership and Control</i>	-	0,16	82	-	170
<i>International Journal of Human Resource Management</i>	3,15	0,96	51	1340	1896
<i>Management Decision</i>	1,96	0,73	39	711	1035
<i>International Journal of Production Economics</i>	5,00	2,48	37	-	2114
<i>Asia Pacific Journal of Management</i>	2,73	1,15	30	702	1077
<i>Academy of Management Journal</i>	7,19	10,76	29	8040	9961
<i>Journal of Management</i>	9,05	7,94	29	2109	2798
<i>Journal of Corporate Finance</i>	2,34	1,75	26	1864	2552

Fonte: Dados da Pesquisa (2020).

Analisando o suporte teórico que estes estudos utilizam identifica-se certa similaridade com os estudos que abordam “*Business Performance*”. São amplamente os relevantes estudos que abordam vantagens competitivas da empresa, e estudos associados a estratégia. Ainda há a

ocorrência de referências associadas a equações estruturais e referências associadas a pesquisas comportamentais.

O destaque que evidencia a diferença desta abordagem é o estudo pautado em estrutura de propriedade que pode ser observado na Tabela 14. Cabe novamente destaque ao trabalho de Jensen e Meckling (1976), além de mais 2 trabalhos que tratam desta temática. O foco em estruturas de governança pode também ser percebido, a partir das principais referências.

Tabela 14 – Principais referências nos estudos buscados em *Firm Performance*.

<b>Autor</b>	<b>Título</b>	<b>Publicação</b>
Barney (1991)	Firm Resources and Sustained Competitive Advantage	Journal of Management
Jensen e Meckling (1976)	Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure	Journal of financial economics
Fornell e Larcker (1981)	Evaluating structural equation models with unobservable variables and measurement error	Journal of marketing research
Porter (1980)	Competitive strategy	Book
Podsakoff <i>et al.</i> (2003)	Common method biases in behavioral research: A critical review of the literature and recommended remedies.	Journal of Applied Psychology
Aiken, West e Reno (1991)	Multiple regression: Testing and interpreting interactions	Book
Teece, Pisano e Shuen (1997)	Dynamic capabilities and strategic management	Strategic Management Journal
Morck, Shleifer e Vishny (1988)	Management ownership and market valuation: An empirical analysis	Journal of Financial Economics
Wernerfelt (1984)	A resource-based view of the firm	Strategic Management Journal
Shleifer e Vishny (1997)	A survey of corporate governance	The Journal of Finance
Fama e Jensen (1983)	Separation of Ownership and Control	The Journal of Law and Economics
Baron e Kenny (1986)	The moderator–mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations.	Journal of Personality and Social Psychology

Fonte: Dados da Pesquisa (2020).

A partir da nuvem de palavras (Figura 16) elaborada a partir dos resultados da busca, destacam-se as palavras relacionadas a propriedade e corporação, indicando que os trabalhos tendem a seguir nessa linha, e ainda pode-se associar aos termos “*governance*” e “*boards*” que apontam ainda para estudos relacionados a Governança Corporativa e estrutura de propriedade.

Outro fator que se destaca a ocorrência do termo “Market”, e sua presença é condizente

com os referenciais estratégicos apontados na Tabela 14.

Figura 16 – Evolução das publicações e número de citações por ano.



Fonte: Dados da Pesquisa (2020).

### 3.5 Organizational Performance

Os estudos relacionados a esse termo são identificados na busca a partir de 1958, e até 2006 giravam em torno de 29 publicações por ano. Na Figura 17 podemos acompanhar a evolução das publicações envolvendo a abordagem organizacional.

Figura 17 – Evolução das publicações e número de citações por ano.



Fonte: Dados da Pesquisa (2020).

Os demais trabalhos dividem-se entre a linha de recursos humanos, orientação de mercado e estratégia, com destaque as duas primeiras. Na Tabela 15 é possível conferir os trabalhos com maior destaque na busca.

Tabela 15 – Trabalhos mais citados sobre *Organizational Performance*.

Autor	Título	Revista	Citações por Base	
			WOS	Scopus
Dess e Robinson (1984)	<i>Measuring organizational performance in the absence of objective measures: The case of the privately-held firm and conglomerate business unit</i>	<i>Strategic Management Journal</i>	1368	1730
Becker e Gerhart (1996)	<i>The impact of human resource management on organizational performance: Progress and prospects</i>	<i>Academy of Management Journal</i>	1231	1488
Delaney e Huselid (1996)	<i>The impact of human resource management practices on perceptions of organizational performance</i>	<i>Academy of Management Journal</i>	1143	1393
Han, Kim e Srivastava (1998)	<i>Market orientation and organizational performance: Is innovation a missing link?</i>	<i>Journal of Marketing</i>	1107	1353
Baker e Sinkula (1999)	<i>The synergistic effect of market orientation and learning orientation on organizational performance</i>	<i>Journal of the Academy of Marketing Science</i>	733	903
Combs et al. (2006)	<i>How much do high-performance work practices matter? A meta-analysis of their effects on organizational performance</i>	<i>Personnel Psychology</i>	781	894
Li et al. (2006)	<i>The impact of supply chain management practices on competitive advantage and organizational performance</i>	<i>Omega</i>	NI	823
Dess e Davis (1984)	<i>Porter (1980) generic strategies as determinants of strategic group membership and organizational performance</i>	<i>Academy of Management Journal</i>	634	NI
Thomas, Clark e Gioia (1993)	<i>Strategic sensemaking and organizational performance - Linkages among scanning, interpretation, action, and outcomes</i>	<i>Academy of Management Journal</i>	587	NI
Sun, Aryee e Law (2007)	<i>High-performance human resource practices, citizenship behavior, and organizational performance: A relational perspective</i>	<i>Academy of Management Journal</i>	510	580
Snow e Hrebiniak (1980)	<i>Strategy, distinctive competence, and organizational performance</i>	<i>Administrative Science Quarterly</i>	569	NI
Podsakoff e MacKenzie (1997)	<i>Impact of organizational citizenship behavior on organizational performance: A review and suggestions for future research</i>	<i>Human Performance</i>	NI	538
Larcker, Richardson e Tuna (2007)	<i>Corporate governance, accounting outcomes, and organizational performance</i>	<i>Accounting Review</i>	NI	518

NI\* – Não Indexado

Fonte: Dados da Pesquisa (2020).

Observando os periódicos em que os principais trabalhos que aparecem na Tabela 15 foram publicados, pode ser evidenciado que a grande maioria foi publicado pela *Academy of Management Journal*, que publicou um total de 24 trabalhos, sendo que cinco estão entre os mais citados. O periódico possui a maior classificação de SJR entre todos os periódicos listados, indicando um alto impacto de suas publicações. Na Tabela 16 são listados os periódicos com

maior número de publicações.

Tabela 16 – Principais periódicos que publicaram sobre *Organizational Performance*.

Journal	JCR (2018)	SJR (2018)	Trabalhos	Citações	
				WOS	Scopus
<i>Journal of Business Research</i>	4,03	1,68	35	1299	1661
<i>International Journal of Human Resource Management</i>	3,15	0,96	34	589	1065
<i>Academy of Management Journal</i>	7,19	10,76	24	6611	4639
<i>Total Quality Management and Business Excellence</i>	2,18	0,78	20	76	240
<i>Strategic Management Journal</i>	5,57	8,84	19	3286	5053
<i>International Journal of Productivity and Performance Management</i>	-	0,64	18	39	174
<i>International Business Management</i>	-	0,14	14	0	24
<i>Journal of Management</i>	-	7,94	14	977	1523
<i>Asian Social Science</i>	-	0,14	13	0	58
<i>International Journal of Production Economics</i>	5,00	2,48	13	0	788
<i>Journal of Public Administration Research and Theory</i>	3,40	5,88	13	0	1087

Fonte: Dados da Pesquisa (2020).

Dentre os periódicos que mais publicam sobre o tema é perceptível, que há uma correlação positiva entre o número de citações e a classificação SJR, indicando que trabalhos publicados nesses periódicos tem uma maior probabilidade de ter alto número de citações. Contudo, não deve ser considerada apenas como possibilidade de publicação, visto que as principais referências utilizadas pelos trabalhos da busca também têm origem nos principais periódicos.

Na Tabela 17 são listadas as principais referências utilizadas, e assim como na análise dos trabalhos mais citados fica claro que a principal tendência de publicação nessa abordagem é relacionada a recursos humanos. Destacam-se trabalhos relacionados a metodologias quantitativas como Hair *et al.* (2014) que trata de equações estruturais.

Tabela 17 – Principais referências nos estudos sobre *Organizational Performance*. (Continua)

Autor	Título	Revista
Hair et al (2010)	<i>Multivariate Data Analysis</i>	<i>Book</i>
Hair et al (2014)	<i>A primer on partial least squares structural equation modeling (PLS-SEM)</i>	<i>Book</i>
Wright, Gardner e Moynihan (2003)	<i>The impact of HR practices on the performance of business units</i>	<i>Human Resource Management Journal</i>
Boselie, Dietz e Boon (2005)	<i>Commonalities and contradictions in HRM and performance research</i>	<i>Human Resource Management Journal</i>

Tabela 17 – Principais referências nos estudos buscados em *Organizational Performance*.  
(Conclusão)

<b>Autor</b>	<b>Título</b>	<b>Revista</b>
Batt (2002)	<i>Managing customer services: Human resource practices, quit rates, and sales growth</i>	<i>Academy of Management Journal</i>
Richard et al (2009)	<i>Measuring organizational performance: Towards methodological best practice</i>	<i>Journal of Management</i>
Combs et al (2006)	<i>How much do high-performance work practices matter? A meta-analysis of their effects on organizational performance</i>	<i>Personnel Psychology</i>
Wright et al (2005)	<i>The relationship between HR practices and firm performance: Examining causal order</i>	<i>Personnel Psychology</i>
Meier e O’Toole (2012)	<i>Subjective organizational performance and measurement error: Common source bias and spurious relationships</i>	<i>Journal of Public Administration Research and Theory</i>
Jiang et al (2012)	<i>How does human resource management influence organizational outcomes? A meta-analytic investigation of mediating mechanisms</i>	<i>Academy of Management Journal</i>
Hair, Ringle e Sarstedt (2011)	<i>PLS-SEM: Indeed a Silver Bullet</i>	<i>Journal of Marketing Theory and Practice</i>
Henseler, Ringle e Sinkovics (2009)	<i>The use of partial least squares path modeling in international marketing</i>	<i>New Challenges to International Marketing</i>
Bowen e Ostroff (2004)	<i>Understanding HRM-Firm Performance Linkages: The Role of the "Strength" of the HRM System</i>	<i>The Academy of Management Review</i>
Guthrie (2001)	<i>High-Involvement Work Practices, Turnover, and Productivity: Evidence from New Zealand</i>	<i>The Academy of Management Review</i>
Wall e Wood (2005)	<i>The romance of human resource management and business performance, and the case for big science</i>	<i>Human Relations</i>

Fonte: Dados da Pesquisa (2020).

Com a obtenção destes resultados é possível compreender de uma forma mais específica o que está por trás de cada termo pesquisado. As áreas de *Management*, *Managerial* e *Strategic Performance*, apresentaram resultados mais dispersos, ao qual atribui-se a baixa adesão de trabalhos utilizando essas terminologias. Em especial *Strategic Performance* com apenas 116 resultados aparenta não ter uma alta adesão entre os autores, que preferem outras terminologias para associar ao desempenho estratégico.

#### 4 IMPLICAÇÕES E DISCUSSÕES

Os principais jornais que publicam sobre a temática desempenho são relevantes, pois indicam não somente onde procurar publicações acerca do tema alvo da pesquisa, como evidenciam potenciais destinos para a publicação de trabalhos relacionados. Assim, dentro de cada termo foram identificados os periódicos com maior número de publicações, a fim de dar critério, foram selecionados os dez principais periódicos, dentro de cada termo que mais publicam e que tenham ao menos dez publicações.



Dessa forma, foram agrupados em uma tabela, em que foram mantidos apenas os dez periódicos com o maior número total de publicações, que é apresentado na Tabela 18. *Strategic Management Journal* é o periódico que mais publica estudos associados ao desempenho, seguido pelo *Journal of Business Research*. Enquanto o primeiro destaca-se em publicações relacionadas a “*Firm Performance*”, o segundo é procurado por quem trabalha aspectos organizacionais.

Tabela 18 – Principais periódicos que publicam sobre desempenho das organizações.

JOURNAL	<i>Business Performance</i>	<i>Economic Performance</i>	<i>Financial Performance</i>	<i>Firm Performance</i>	<i>Organizational performance</i>	Total de Publicações
1 <i>Strategic Management Journal</i>	-	11	28	<b>102</b>	19	<b>160</b>
2 <i>Journal of Business Research</i>	15	-	21	87	<b>35</b>	<b>158</b>
3 <i>Corporate Ownership and Control</i>	-	-	35	82	-	<b>117</b>
4 <i>International Journal of Human Resource Management</i>	-	-	-	51	34	<b>85</b>
5 <i>International Journal of Production Economics</i>	-	-	17	37	13	<b>67</b>
6 <i>Journal of Cleaner Production</i>	-	<b>27</b>	38	-	-	<b>65</b>
7 <i>Academy of Management Journal</i>	-	-	-	29	24	<b>53</b>
8 <i>Journal of Business Ethics</i>	-	-	<b>47</b>	-	-	<b>47</b>
9 <i>Journal of Management</i>	-	-	-	29	14	<b>43</b>
10 <i>Management Decision</i>	-	-	-	39	-	<b>39</b>

Fonte: Dados da Pesquisa (2020).

Com relação ao suporte teórico utilizado por estes trabalhos, analisou-se as dez referências mais citadas pelos trabalhos em cada termo. Foi analisado individualmente cada base de dados, levantando os dez trabalhos com maior incidência e posteriormente cruzado as bases e os termos. O resultado é sintetizado na Tabela 19, que apresenta os principais trabalhos que foram utilizados nos estudos levantados na pesquisa.

Identificando os principais trabalhos que embasam esses estudos, é possível identificar que os diferentes termos em algum momento utilizam autores similares para dar suporte as suas ideias. Analisando os dados da Tabela 19 foi possível verificar que os trabalhos que mais frequentemente são citados tem uma relação com o campo estratégico, associado aos recursos

específicos da empresa, com destaque para os trabalhos de Barney (1991) e Russo e Fouts (1997). Há também uma incidência alta de trabalhos relacionados a metodologia específicas e validação e mensuração de escalas.

Tabela 19 – Principais referências das pesquisas sobre desempenho nas organizações.

Autor	Título	Business Performance	Economic Performance	Financial Performance	Firm Performance	Managerial Performance	Organizational Performance	Strategic Performance
Barney J. (1991)	<i>Firm Resources and Sustained Competitive Advantage</i>	X	X	X	X			
Jensen e Meckling (1976)	<i>Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure</i>			X	X			
Russo e Fouts (1997)	<i>A resource-based perspective on corporate environmental performance and profitability</i>		X	X				
Hair et al. (2010)	<i>Multivariate Data Analysis</i>						X	X
Fornell e Larcker (1981)	<i>Evaluating structural equation models with unobservable variables and measurement error</i>	X			X			
Podsakoff et al. (2003)	<i>Common method biases in behavioral research: A critical review of the literature and recommended remedies.</i>	X			X			
Baron e Kenny (1986)	<i>The moderator–mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations.</i>				X	X		

Fonte: Dados da Pesquisa (2020).

#### 4.1 Mapeamento dos termos

Os trabalhos em que o termo buscado é “*business performance*” apresentam geralmente uma estrutura em que o desempenho é associado a algum outro driver. Um dos primeiros trabalhos que aponta o termo em seu título é o trabalho de Abrahamsen (1944) tratando do tema associado a relações cooperativas. A partir deste trabalho tem-se uma lacuna de quase trinta anos até novamente utilizar-se essa nomenclatura no título. A partir de 1975 os trabalhos que abordam business performance vem crescendo ano a ano, com foco basicamente na área de gestão estratégica (VENKATRAMAN; RAMANUJAM, 1986).

O trabalho de Venkatraman e Ramanujam (1986) além de um dos mais citados é uma das principais referências aos trabalhos desenvolvidos posteriormente. Os autores oferecem

uma classificação de diferentes abordagens para medição de *business performance* destacando os benefícios e limitações de cada abordagem. Para os autores, *business performance* é um somatório do desempenho financeiro e operacional, em que o primeiro retrata o cumprimento dos objetivos econômicos da empresa e o segundo concentra-se nos fatores chave de sucesso operacional, que podem levar ao desempenho financeiro.

Os trabalhos que abordam *economic performance* tratam de aspectos mais macroeconômicos, contudo, não deixam de atender a demanda de análises setoriais ou mesmo regionais. Os temas são variados e abordam desde estrutura de propriedade a cadeia de suprimentos, sendo que as principais referências utilizadas trazem um panorama mais macroeconômico ao tópico.

*Financial performance* apresenta majoritariamente trabalhos relacionados a Responsabilidade Social Corporativa sendo que os trabalhos mais citados são também as principais referências utilizadas pelos autores. Quando se extrai os trabalhos relacionados a responsabilidade social corporativa, emergem trabalhos relacionados a estrutura de propriedade, estratégia, e aos stakeholders.

Mais pautado em estratégia das empresas o termo *firm performance* tem um destaque maior quanto ao número de publicações. Os tópicos mais proeminentes são voltados a visão baseada em recursos, em que os recursos de uma empresa tendem a ser heterogêneos, ou seja, empresas diferentes possuem recursos diferentes, além desses recursos não serem transferíveis e difíceis de serem replicados, sendo então esses responsáveis por gerar e manter as vantagens competitivas de uma empresa (BARNEY, 1991).

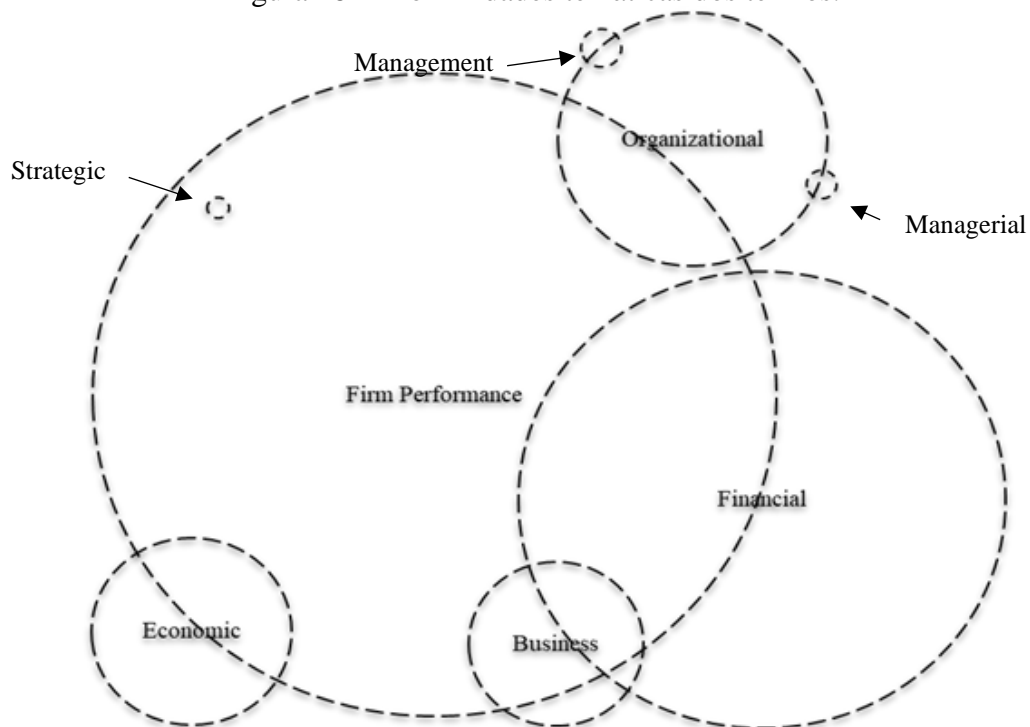
Outro ponto bem desenvolvido nesses estudos é o conceito de estrutura de propriedade e suas relações com o resultado da empresa. Com a abrangência que as empresas vêm alcançando no mercado, há a necessidade de altas quantias de capital, que são possíveis a partir do fracionamento da propriedade para captação de recursos. Esse fracionamento gera custos de agência, entre proprietários e controladores, exigindo a adoção de mecanismos de proteção a todos os acionistas (BERLE, 1932; JENSEN, 2002; JENSEN; MECKLING, 1976). Neste ponto, convergem os estudos sobre os conselhos de administração, governança corporativa, estrutura de propriedade que se destacam entre os mais citados.

O termo *organizational performance* aparece associado a estudos mais voltados para as práticas organizacionais relacionadas a gestão de pessoas. Fora dessa linha, aparecem termos relacionados a estratégia empresarial como orientação de mercado e “*sensemaking*”, que exploram efeitos sinérgicos com outros fatores, e como estes impactam no comportamento do desempenho.

O conceito de uma metodologia, não adequada, mas, com alta adesão nesses trabalhos pode ser evidenciada. Pela análise das principais referências utilizadas, a modelagem de equações estruturais (*Structural Equation Modeling – SEM*) é amplamente utilizada tanto em *business* quanto em *organizational performance*, sendo que na segunda é mais associada as regressões envolvendo mínimos quadrados parciais (*Partial Least Squares – PLS*). Algumas outras metodologias são sustentadas nos outros termos, como é o caso de análises em painel utilizando efeitos aleatórios e outras abordam técnicas de regressão.

Analisando de forma conjunta os termos, predomina o termo *firm performance* nos trabalhos publicados, sendo um termo que trata assuntos heterogêneos com destaque para a visão estratégica adotada. Os trabalhos que abordam o termo *Business Performance* apresentam uma tendência estratégica contundente associada principalmente as questões de mercado. Alguns destes têm certa semelhança com os trabalhos publicados com o termo *organizational*. A abordagem econômica, trata de assuntos mais macroeconômicos contudo também traz trabalhos que teriam mais proximidade a outros termos. *Financial performance* tem uma temática mais voltada a *Corporate Social Responsibility - CSR*, entre trabalhos que teriam uma maior afinidade a *firm* e *organizacional*. A Figura 18 traz a proximidade temática dos termos conforme discutido anteriormente.

Figura 18 – Proximidades temáticas dos termos.



Fonte: Elaborado pelo autor (2020).

A proximidade utilizada para agrupar os termos na Figura 18 não implica que há

trabalhos publicados usando nomenclatura inapropriada, e sim que os assuntos abordados têm similaridade a outro termo. Essa pluralidade de assuntos dentro de uma temática reforça de forma clara a falta de consenso sobre o que seria o desempenho dentro de uma organização.

## 5 AGENDA PARA ESTUDOS FUTUROS

Buscando contribuir para futuras pesquisas, a partir dos termos da busca, foram analisadas as publicações mais recentes para identificar uma tendência de pesquisa para trabalhos futuros. A agenda foi elaborada a partir das buscas, sendo indexados trabalhos publicados em 2019 nos 5 principais periódicos, listados na Tabela 18. Foram identificados 19 trabalhos que foram listados na Figura 19.

Os estudos foram categorizados quanto ao termo adotado no título e quanto ao assunto associado. Dessa forma, é possível compreender a tendência de pesquisas pela relação entre os termos. Nesta análise, apenas três termos foram identificados, *organizational*, *financial* e *firm performance*, sendo que o último apresentou a maioria dos estudos.

Em um panorama geral os trabalhos relacionados a *Financial Performance* apontam para um nicho de pesquisas que relaciona o termo a sustentabilidade, e uma preocupação ambiental aliada ao desempenho financeiro da empresa. Outra linha que pode ser adotada em futuras pesquisas trata dos *stakeholders*, aliando inclusive à sustentabilidade, mas também estudando o comportamento de redes e enquanto agentes na cadeia de suprimentos. As principais sugestões são replicar os estudos e aumentar a abrangência.

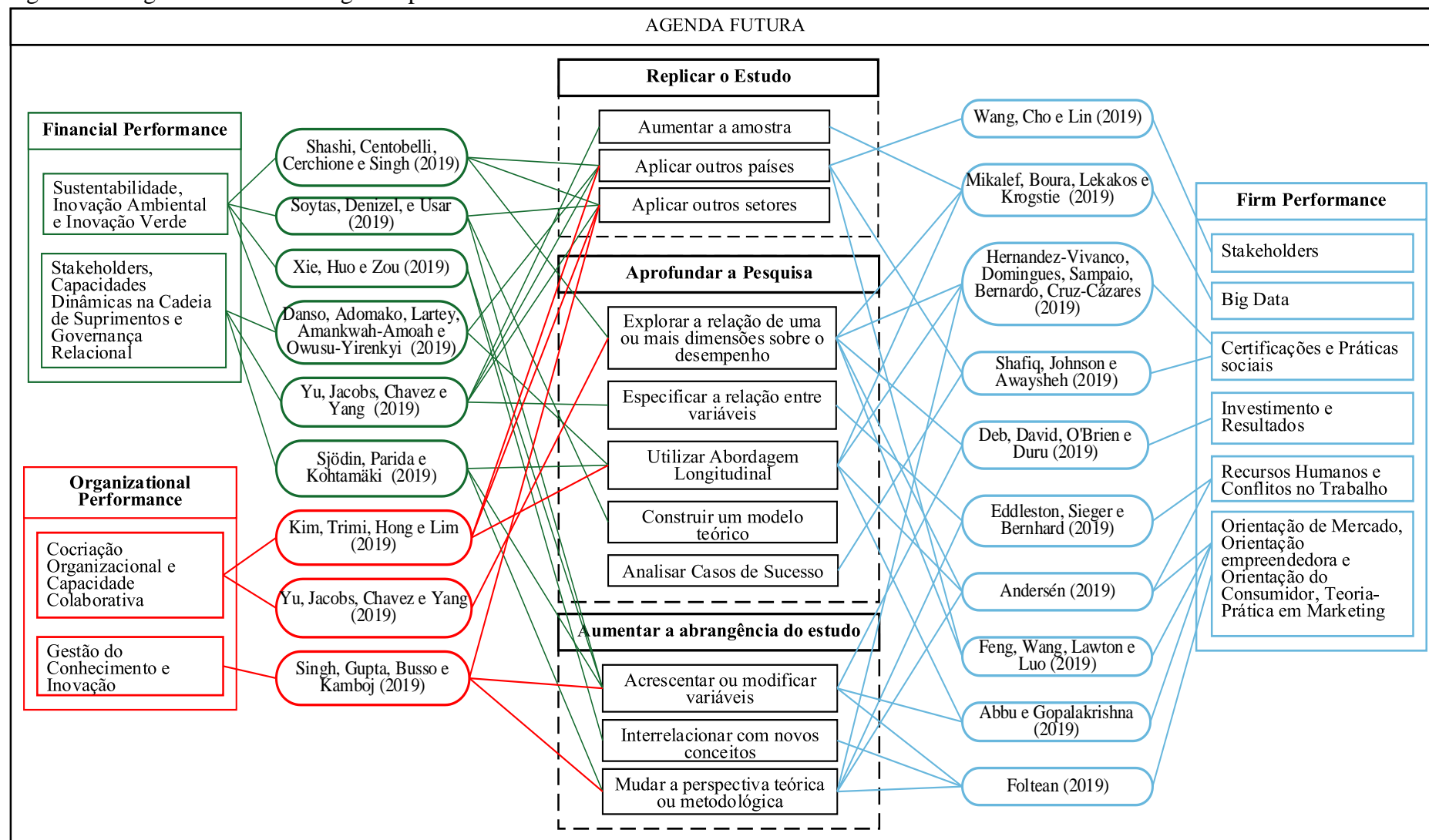
As sugestões apontadas pelos autores foram categorizadas em três grandes grupos, que externam possibilidades como replicar os estudos, aprofundar a pesquisa e aumentar a abrangência.

### 5.1 Replicar os Estudos

Neste ponto, os autores sugerem a validação de seus estudos pela replicação, aumentando a amostra e buscando respondentes mais qualificados (MIKALEF *et al.*, 2019; YU *et al.*, 2019).

As sugestões englobam ainda estudos em diferentes setores, permitindo um melhor entendimento de cada variável dentro de cada setor, como por exemplo Kim *et al.* (2019) que trabalha os efeitos da co-criação sobre o desempenho organizacional e Singh *et al.* (2019) que aborda gestão do conhecimento e inovação aberta.

Figura 19 – Agenda de estudos sugerida pelos trabalhos mais recentes.



Fonte: Elaborado pelo autor a partir da pesquisa (2020).

Os estudos de Feng *et al.* (2019) que analisa a orientação para o consumidor, Yu *et al.* (2019) que estuda aspectos da cadeia de suprimentos e Shashi *et al.* (2019) são alguns exemplos de estudos que sugerem replicar em países de mesmo contexto econômico, a fim de validar seus resultados para esse contexto, como também em países cuja estrutura é considerada mais robusta, a fim de identificar as diferenças e contrastá-las.

## **5.2 Aprofundar a pesquisa**

As sugestões são pautadas nos resultados do trabalho, em que os autores lançam desafios sobre perspectivas evidenciadas pelos resultados, indicando a necessidade de um maior aprofundamento. Nesse sentido, Deb *et al.* (2019) abordando questões relacionadas a investimentos aponta a necessidade de explorar o que leva uma empresa a rever objetivos a fim de atender diferentes stakeholders. Jin *et al.* (2019) sugere explorar como as estratégias da firma influenciam a capacidade colaborativa e seus resultados.

A fim de explorar a relação entre as variáveis Eddleston *et al.* (2019) que estuda o impacto dos conflitos de trabalho e pessoais sobre o desempenho, sugere inverter a relação e identificar os impactos do desempenho sobre esses conflitos.

Também nesta categoria são apontadas as sugestões de uma perspectiva longitudinal para o estudo, identificando o efeito temporal sobre os resultados (por exemplo, ABBU; GOPALAKRISHNA, 2019; SJÖDIN; PARIDA; KOHTAMÄKI, 2019). Outros aspectos que foram sugeridos estão relacionados a construir um modelo econômico do comportamento da empresa em relação à sustentabilidade (SOYTAS; DENIZEL; USAR, 2019), e identificar e estudar práticas emergentes relacionadas a cadeia de suprimentos por meio de estudo de caso (SHAFIQ; JOHNSON; AWAYSHEH, 2019).

## **5.3 Aumentar a Abrangência dos estudos**

Nesta categoria, os autores sugerem acrescentar ou modificar variáveis que poderiam acrescentar na explicação de seus resultados como propõe Abbu e Gopalakrishna (2019) ao indicar a utilização de medidas objetivas e de fontes secundárias. Outros autores sugerem estudar o impacto das variáveis específicas (SINGH *et al.*, 2019) ou mesmo ampliar os indicadores de desempenho utilizados (XIE; HUO; ZOU, 2019).

Novos conceitos podem ser aplicados a pesquisa, que dariam uma nova perspectiva ao estudo e também uma forte sugestão de aplicação ao marketing digital (FOLTEAN, 2019) e

inovação verde (XIE; HUO; ZOU, 2019). Outra tendência seria mudar a metodologia aplicada ou a teoria de base, para uma nova perspectiva de resultado (ANDERSÉN, 2019; EDDLESTON; SIEGER; BERNHARD, 2019).

## 6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho buscou compreender as principais correntes de estudo do desempenho dentro das organizações, por meio de uma análise dos estudos que evidenciam essa temática. Para tal utilizou-se duas bases de dados de publicações científicas, analisando artigos que em seu título abordavam um dos termos definidos no escopo da busca.

Dentre as contribuições, esse trabalho fornece um mapeamento sobre os estudos relacionados a desempenho dentro das empresas, apontando quais são os direcionamentos que cada termo aponta, bem como quais os principais suportes teóricos para estudar dentro de cada área. Fornece ainda um mapeamento dos periódicos que mais publicam evidenciando que elevado número de publicações nem sempre está associado a impacto acadêmico.

De uma forma geral foi possível identificar a forte relação entre desempenho e estratégia, considerando que foi a principal temática associada ao termo. Não somente isso como também fica clara essa associação quando se analisa os principais referenciais utilizados por esses estudos. Assim, a abordagem de aspectos estratégicos é recomendada se o tema desempenho estiver em pauta.

Os diferentes termos utilizados caracterizam-se por trazerem certa proximidade de assuntos, como por exemplo a gestão de recursos humanos ter forte relação com o termo *organizational performance*, ou ainda a Responsabilidade Social Corporativa estar associada ao desempenho financeiro. Porém, os resultados que abordam *firm performance* apontam para um termo mais abrangente e que concentra trabalhos similares aos desenvolvidos nos demais termos.

Partindo da análise das principais referências observou-se ainda que o desempenho tende a ser analisado a partir de equações estruturais. Essa ferramenta tem sido recorrente para análises confirmatórias e exploratórias dentro da academia, por incorporar efeitos não observáveis, mensurados indiretamente por indicadores permitindo mensuração mais apurada do erro (HAIR JR *et al.*, 2014).

Ainda a partir da agenda para estudos futuros, identificou-se que dentro de *Financial Performance* há um campo apto para trabalhos envolvendo questões ambientais e de sustentabilidade. Na área organizacional a gestão do conhecimento levanta oportunidades,



associada a capacidade colaborativa e co-criação. *Firm performance* apresenta oportunidades para desenvolver trabalhos com foco em recursos humanos e conflitos no ambiente de trabalho, bem como o posicionamento estratégico da empresa quanto ao mercado, empreendedorismo e seus consumidores. Outro termo relevante está associado a desenvolver trabalhos envolvendo aspectos que relacionam os stakeholders.

Este estudo limitou-se a análise dos termos associados ao desempenho nos títulos dos resultados das buscas e nos títulos dos principais suportes teóricos utilizados. Como sugestão para estudos futuros sugere-se aprofundar essa análise dentro de cada abordagem, dando enfoque a analisar as especificidades de cada uma. Esse estudo poderia direcionar mais adequadamente o posicionamento de trabalhos futuros.

Outra possibilidade para estudos futuros seria a utilização de métodos estatísticos na análise das referências destes trabalhos, que poderiam evidenciar clusters temáticos, e as publicações proeminentes de cada abordagem. Esse mapeamento contribuiria para a construção de uma rede seminal, que foi iniciada neste trabalho.

## REFERÊNCIAS

ABBU, Haroon R.; GOPALAKRISHNA, Pradeep. Synergistic effects of market orientation implementation and internalization on firm performance: Direct marketing service provider industry. **Journal of Business Research**, [s. l.], 2019.

ABRAHAMSEN, M. A. Cooperative Relationships and Business Performance. **Journal of Farm Economics**, [s. l.], v. 26, n. 2, p. 292, 1944.

ANDERSÉN, Jim. Resource orchestration of firm-specific human capital and firm performance—the role of collaborative human resource management and entrepreneurial orientation. **The International Journal of Human Resource Management**, [s. l.], p. 1–33, 2019.

ANDERSON, James C.; GERBING, David W. Structural equation modeling in practice: A review and recommended two-step approach. **Psychological Bulletin**, [s. l.], v. 103, n. 3, p. 411–423, 1988.

BARNEY, Jay. Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. **Journal of Management**, [s. l.], v. 17, n. 1, p. 99–120, 1991.

BARRO, Robert J. Economic Growth in a Cross Section of Countries. **The Quarterly Journal of Economics**, [s. l.], v. 106, n. 2, p. 407, 1991.

BERLE, A. A. For Whom Corporate Managers Are Trustees: A Note. **Harvard Law Review**, [s. l.], v. 45, n. 8, p. 1365, 1932.

BERWANGER, Otávio *et al.* Como avaliar criticamente revisões sistemáticas e metanálises? **Revista Brasileira de Terapia Intensiva**, [s. l.], v. 19, n. 4, p. 475–480, 2007.

BHARADWAJ, A. S. A resource-based perspective on information technology capability and firm performance: An empirical investigation. **MIS Quarterly: Management Information Systems**, [s. l.], v. 24, n. 1, p. 169–193, 2000.

BOONS, Frank *et al.* Sustainable innovation, business models and economic performance: an overview. **Journal of Cleaner Production**, [s. l.], v. 45, p. 1–8, 2013.

BRITO, Luiz Artur Ledur; VASCONCELOS, Flávio Carvalho De. A heterogeneidade do desempenho, suas causas e o conceito de vantagem competitiva: proposta de uma métrica. **Revista de Administração Contemporânea**, [s. l.], v. 8, n. spe, p. 107–129, 2004.

BRYNJOLFSSON, Erik; HITT, Lorin M. Beyond Computation: Information Technology, Organizational Transformation and Business Performance. **Journal of Economic Perspectives**, [s. l.], v. 14, n. 4, p. 23–48, 2000.

CARNEIRO, Jorge Manoel Teixeira *et al.* Building a Better Measure of Business Performance. **RAC-Eletrônica**, [s. l.], v. 1, n. 2, p. 114–135, 2007.

CHEN, Chaomei. **Citespace: A practical guide for mapping scientific literature**. New York: Nova Science Publishers, Inc., 2016.

CONFORTO, Edivandro Carlos; AMARAL, Daniel Capaldo; DA SILVA, Sérgio Luis. Roteiro para revisão bibliográfica sistemática: aplicação no desenvolvimento de produtos e gerenciamento de projetos. In: 8º CONGRESSO BRASILEIRO DE GESTÃO DE DESENVOLVIMENTO DE PRODUTO - CBGDP 2011 2011, Porto Alegre . **Anais...** Porto Alegre

DEB, Palash *et al.* Attainment discrepancy and investment: Effects on firm performance. **Journal of Business Research**, [s. l.], v. 99, p. 186–196, 2019.

EDDLESTON, Kimberly A.; SIEGER, Philipp; BERNHARD, Fabian. From suffering firm to suffering family? How perceived firm performance relates to managers' work-to-family conflict. **Journal of Business Research**, [s. l.], v. 104, p. 307–321, 2019.

FENG, Taiwen *et al.* Customer orientation and firm performance: The joint moderating effects of ethical leadership and competitive intensity. **Journal of Business Research**, [s. l.], v. 100, p. 111–121, 2019.

FILSER, Lukas D.; DA SILVA, Fábio Francisco; DE OLIVEIRA, Otávio José. State of research and future research tendencies in lean healthcare: a bibliometric analysis. **Scientometrics**, [s. l.], v. 112, n. 2, p. 799–816, 2017.

FOLTEAN, Florin Sabin. Bridging marketing theory - practice gap to enhance firm performance: Introduction to the special issue. **Journal of Business Research**, [s. l.], v. 104, p. 520–528, 2019.

FORNELL, Claes; LARCKER, David F. Evaluating Structural Equation Models with Unobservable Variables and Measurement Error. **Journal of Marketing Research**, [s. l.], v. 18, n. 1, p. 39–50, 1981.

HAIR JR, Joseph F. *et al.* **A primer on partial least squares structural equation modeling (PLS-SEM)**. [s.l.] : Sage Publications, 2014.

HUSELID, M. A. The impact of human-resource management-practices on turnover, productivity, and corporate financial performance. **Academy of Management Journal**, [s. l.], v. 38, n. 3, p. 635–672, 1995.

JENSEN, Michael C. Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. **Business Ethics Quarterly**, [s. l.], v. 12, n. 2, p. 235–256, 2002.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, [s. l.], v. 3, n. 4, p. 305–360, 1976.

JIN, Yao “Henry” *et al.* Collaborative capability and organizational performance: Assessing strategic choice and purity. **International Journal of Production Economics**, [s. l.], v. 214, p. 139–150, 2019.

KARPINSKI, Julyana; KÜHL, Marcos Roberto. The 8 companies of best economic and financial performance of Brazil in the years of 2014 to 2016. **Revista Capital Científico - Eletrônica**, [s. l.], v. 16, n. 4, 2018.

KIM, Dong W. *et al.* Effects of co-creation on organizational performance of small and medium manufacturers. **Journal of Business Research**, [s. l.], 2019.

KNACK, Stephen; KEEFER, Philip. Institutions and economic performance: Cross-country tests using alternative institutional measures. **Economics & Politics**, [s. l.], v. 7, n. 3, p. 207–227, 1995.

KUHL, Marcos Roberto; KUHL, Carlos Alberto; GUSMÃO, Ivonaldo Brandani. Profile the Performance of the Largest Companies in Brazil. **Revista Capital Científico - Eletrônica**, [s. l.], v. 12, n. 2, 2014.

MIKALEF, Patrick *et al.* Big data analytics and firm performance: Findings from a mixed-method approach. **Journal of Business Research**, [s. l.], v. 98, p. 261–276, 2019.

PRADO, José Willer *et al.* Multivariate analysis of credit risk and bankruptcy research data: a bibliometric study involving different knowledge fields (1968–2014). **Scientometrics**, [s. l.], v. 106, n. 3, p. 1007–1029, 2016.

RAUCH, Andreas *et al.* Entrepreneurial Orientation and Business Performance: An Assessment of Past Research and Suggestions for the Future. **Entrepreneurship Theory and Practice**, [s. l.], v. 33, n. 3, p. 761–787, 2009.

REUTERS, Thomson. **Web of Science**. 2019.

RODRIGUES, Caroline Legramanti; ZIEGELMANN, Patrícia Klarmann. Metanálise: Um Guia Prático. **Clinical & Biomedical Research**, [s. l.], v. 30, n. 4, p. 436–447, 2010.

SAMPAIO, RF; MANCINI, MC. Estudos de revisão sistemática: um guia para síntese criteriosa da evidência científica. **Revista Brasileira de Fisioterapia**, [s. l.], v. 11, n. 1, p. 83–89, 2007.

SELVAM, Murugesan *et al.* Determinants of Firm Performance: A Subjective Model. **International Journal of Social Science Studies**, [s. l.], v. 4, n. 7, 2016.

- SHAFIQ, Asad; JOHNSON, P. Fraser; AWAYSHEH, Amrou. Emerging economy sourcing: Implications of supplier social practices for firm performance. **International Journal of Production Economics**, [s. l.], v. 218, p. 148–158, 2019.
- SHASHI *et al.* The impact of leanness and innovativeness on environmental and financial performance: Insights from Indian SMEs. **International Journal of Production Economics**, [s. l.], v. 212, p. 111–124, 2019.
- SINGH, Sanjay Kumar *et al.* Top management knowledge value, knowledge sharing practices, open innovation and organizational performance. **Journal of Business Research**, [s. l.], 2019.
- SJÖDIN, David; PARIDA, Vinit; KOHTAMÄKI, Marko. Relational governance strategies for advanced service provision: Multiple paths to superior financial performance in servitization. **Journal of Business Research**, [s. l.], v. 101, p. 906–915, 2019.
- SOYTAS, Mehmet Ali; DENIZEL, Meltem; USAR, Damla Durak. Addressing endogeneity in the causal relationship between sustainability and financial performance. **International Journal of Production Economics**, [s. l.], v. 210, p. 56–71, 2019.
- VENKATRAMAN, N.; RAMANUJAM, Vasudevan. Measurement of Business Performance in Strategy Research: A Comparison of Approaches. **The Academy of Management Review**, [s. l.], v. 11, n. 4, p. 801, 1986.
- XIE, Xuemei; HUO, Jiage; ZOU, Hailiang. Green process innovation, green product innovation, and corporate financial performance: A content analysis method. **Journal of Business Research**, [s. l.], v. 101, p. 697–706, 2019.
- YANG, Ma Ga (Mark); HONG, Paul; MODI, Sachin B. Impact of lean manufacturing and environmental management on business performance: An empirical study of manufacturing firms. **International Journal of Production Economics**, [s. l.], v. 129, n. 2, p. 251–261, 2011.
- YU, Wantao *et al.* Dynamism, disruption orientation, and resilience in the supply chain and the impacts on financial performance: A dynamic capabilities perspective. **International Journal of Production Economics**, [s. l.], v. 218, p. 352–362, 2019.

## ARTIGO 2 - IMPACTO DO DESEMPENHO SOBRE RETORNO DE AÇÕES PARA SETORES DA B3: ANÁLISE A PARTIR DAS DIMENSÕES ECONÔMICO – FINANCEIRA, ESTRATÉGICA E MACROECONÔMICA

### RESUMO

O desempenho das empresas tem sido estudado sob diferentes perspectivas teóricas, que, em geral utilizam indicadores econômico-financeiros. Essa abordagem sofre constantes críticas por não contemplar aspectos estratégicos, que podem fornecer informações acerca de vantagem competitiva obtida pela empresa. Além disso, os setores sofrem constantes impactos macroeconômicos que tendem a afetar os diferentes indicadores conforme o nível de exposição deste setor as oscilações macroeconômicas. Assim este trabalho buscou analisar como as dimensões de desempenho se relacionam com retorno, para cada setor da bolsa de valores. Para a análise, utilizou-se a modelagem de equações estruturais a partir do software Smart-PLS. Foram utilizados dados do Economática para 82 empresas listadas em 6 setores da B3 no período entre 2011 e 2018. Os resultados indicam que diferentes indicadores compõe os construtos para cada setor analisado, indicando que o retorno tem associações diferentes em cada setor. O construto econômico financeiro apresenta uma relação positiva na explicação dos retornos. Já o construto estratégico relacionou-se positivamente apenas no setor de Materiais Básicos. A dimensão macroeconômica apresentou resultados que evidenciam uma relação negativa com os retornos no período analisado.

**Palavras Chave:** Desempenho, Setores, Retorno, Modelagem de Equações Estruturais.

### ABSTRACT

The performance of companies has been studied from different theoretical perspectives, which, in general, use economic and financial indicators. This approach is constantly criticized for not considering strategic aspects, which can provide information about the competitive advantage obtained by the company. In addition, the sectors suffer constant macroeconomic impacts that tend to affect the different indicators according to the level of exposure of this sector to macroeconomic fluctuations. Thus, this work sought to analyze how performance dimensions are related to return, for each sector of the stock exchange. For the analysis, structural equation modeling using the Smart-PLS software was used. Economática data were used for 82 companies listed in 6 B3 sectors in the period between 2011 and 2018. The results indicate that different indicators compose the constructs for each sector analyzed, indicating that the return has different associations in each sector. The economic and financial construct has a positive relationship in explaining returns. The strategic construct was positively related only in the Basic Materials sector. The macroeconomic dimension showed results that show a negative relationship with returns in the analyzed period.

**Keywords:** Performance, Sectors, Return, Structural Equation Modeling.

## 1 INTRODUÇÃO

O desempenho das empresas é alvo constante de estudos sob diferentes perspectivas teóricas que buscam explicá-lo sob uma abordagem específica. Em geral utiliza-se a performance financeira, com adoção de indicadores econômico-financeiros como ferramenta para mensurar o desempenho das organizações (MARCOS et al., 2019; SELVAM et al., 2016). Eles capturam uma visão genérica da empresa (pela ótica econômico-financeira), fornecendo informações úteis e compreensíveis sobre o passado da empresa permitindo projeções futuras de desempenho (MACEDO; CORRAR, 2012).

Essas informações, além de serem utilizadas no interior das companhias, também alimentam análises e processos decisórios que ocorrem externamente, envolvendo grupos que têm interesses na corporação, mas que usualmente não participam de seu processo decisório (GARTNER, 2010). Indicadores financeiros ainda tem sua utilização defendida por pesquisadores que relacionam a perspectiva de criação de valor com desempenho, indicando assim que o valor efetivamente agregado ao acionista de alguma forma está relacionado a avaliação da empresa.

Além das informações econômico-financeiras, Kumari e Kumar (2018) apontam que os trabalhos utilizam diferentes determinantes de desempenho associados a três construtos. Um construto macroeconômico, que segundo os autores exerce impacto indireto. Um construto estratégico subdividido em duas correntes, uma pautada na RBV e outro na abordagem SCP (*Structure-Conduct-Performance*). E o último um construto econômico-financeiro, que assim como os que pautam suas discussões sob a RBV, utilizam informações específicas da firma em suas análises.

Sob a perspectiva de quem devemos analisar, parte-se de que a definição conceitual de desempenho deve ser orientada pelos objetivos específicos da firma (CARNEIRO et al., 2007). Assim, conforme o proposto por Jensen (JENSEN, 2001) a empresa deve ter como principal objetivo maximizar o valor para os acionistas. Neste sentido, as duas principais formas dessa maximização ocorrer são pela valorização da ação, gerando um retorno pela venda deste ativo, ou pela distribuição do lucro sob a forma de dividendos.

Portanto, o objetivo principal deste trabalho é analisar como as dimensões de desempenho se relacionam com retorno, para cada setor da bolsa de valores. Para tal são construídas três dimensões de desempenho, conforme a proposição de Kumari e Kumar (2018), com indicadores amplamente disponíveis aos investidores. É adotado uma abordagem não paramétrica a fim de identificar essas relações e prover informações assertivas tanto para

gestores quanto investidores.

Este trabalho é composto por cinco seções. Além desta introdução em que o tema é contextualizado e o objetivo apresentado, na próxima seção é abordado um suporte de discussões sobre o tema, apresenta os indicadores que são utilizados, assim como as relações propostas e as hipóteses construídas. Na metodologia são apresentados os procedimentos de coleta e análise dos dados. Após analisados, os resultados são apresentados e discutidos em seção específica. Na conclusão retomamos os objetivos e apresentamos as considerações finais acerca da pesquisa.

## **2 DESEMPENHO E RETORNO DE AÇÕES**

Quando analisamos na literatura encontramos diversas abordagens que remetem a desempenho. Franco-Santos et. al (2007) em sua pesquisa identificaram mais de 300 estudos sobre desempenho e pouco mais de 5% apresentaram uma definição conceitual, levando os autores a sugerir que muitos autores tratam de desempenho sem sugerir o que este representa, deixando leitores confusos sobre o que está sendo discutido na pesquisa. A utilização de diferentes variáveis para mensurar um mesmo aspecto e uma mesma variável para mensurar diferentes aspectos tem sido uma crítica constante (MILLER; WASHBURN; GLICK, 2013).

Uma forma de pensar o desempenho de uma empresa é a partir de seus objetivos de curto e longo prazo (CARNEIRO et al., 2007). Cada empresa possui objetivos alinhados ao seu planejamento estratégico, contudo a teoria da firma (JENSEN; MECKLING, 1976; PENROSE, 2006) aponta objetivos amplos que as empresas devem seguir: gerar lucro e crescer a longo prazo.

Outro ponto fortemente discutido na literatura é sob a perspectiva de quem o desempenho é mensurado. A teoria dos stakeholders, proposta por Freeman em 1984, aponta que diferentes grupos impactam e são impactados pelos resultados organizacionais. Assim, os objetivos da firma deveriam ser pautados em satisfazer todos os stakeholders.

Essa teoria obriga o gestor a satisfazer “muitos mestres”, tarefa em muitos casos impossível, assim geralmente são priorizados os stakeholders que detém maior poder sobre a empresa (JENSEN, 2001; SANTOS; BRITO, 2012). Nesse sentido, Jensen (JENSEN, 2001) defende a maximização do lucro a longo prazo como objetivo maior dos gestores a fim de atender aos interesses dos acionistas, visto que estes estão expostos aos maiores riscos, e detém menos direitos legais. Ainda, essa abordagem permite a tomada de decisões corporativas adotando *trade-offs* entre seus stakeholders (SILVEIRA; YOSHINAGA; BORBA, 2005).

Os investidores por sua vez tendem a buscar as melhores opções para alocar seus recursos visando maximizar seus ganhos (LAMOUNIER; NOGUEIRA, 2007). Dentre as estratégias de composição está a diversificação de ativos, de modo que a variação negativa de um ativo, seja minimizada pela variação dos demais ativos que compõe a carteira (LEITE; GUIMARÃES JÚNIOR, 2017; MARKOWITZ, 1952). Ainda importa salientar que os setores devem ser considerados na formação de carteiras, pois apresentam características diferentes e reagem de maneira diferente a impactos macroeconômicos (COSTA; COSTA, 2018; TOURINHO; KUME, 2002).

O fluxo de caixa dos investidores não é composto apenas pelas variações de preço e operações de compra e venda decorrentes. Os dividendos também compõem e fazem parte das estratégias de investimentos utilizadas, apesar da ampla discussão quanto ao impacto da distribuição de dividendos sobre os ganhos dos investidores e desta distribuição impactar ou no retorno de ações (BUENO, 2002; ZANON; ARAÚJO; NUNES, 2017).

## **2.1 Indicadores de Desempenho**

Tão vasto como os conceitos de desempenho são os indicadores utilizados como determinantes. Diferentes informações têm sido utilizadas, tanto financeiras quanto não financeiras, de fontes primárias e secundárias que implicam em diferentes resultados e discussões sobre o desempenho (CARNEIRO et al., 2007; SANTOS; BRITO, 2012).

A proposição de Venkatraman e Ramanujam (1986) define o desempenho como uma combinação de desempenho financeiro e organizacional. No trabalho de Santos e Brito (2012), foram analisadas diferentes variáveis financeiras e organizacionais (no estudo denominadas estratégicas), em que foi identificado um construto latente relacionado ao desempenho financeiro, mas não estratégico.

Ainda foi evidenciado em diferentes trabalhos não apenas discussões acadêmicas mas estudos empíricos que evidenciam impactos macroeconômicos indiretos sobre ativos e setores (COSTA; COSTA, 2018; KUMARI; KUMAR, 2018; TOURINHO; KUME, 2002). Kumari e Kumar (2018) argumentam que o impacto macroeconomico existe e influencia indiretamente o desempenho. Costa e Costa (2018) apontam que indicadores macroeconomicos tendem a influenciar os setores de forma diferente. Portanto, argumenta-se aqui que os impactos dos indicadores macroeconômicos variam conforme o setor da empresa e que esses impactos tendem a ser indiretos.

Assim, foram construídas três dimensões de desempenho (econômico-financeiro,



estratégico e Macroeconômico) conforme a proposição de Kumari e Kumar (2018). Estes construtos englobam diferentes determinantes com objetivo de analisar qual o relacionamento destes com as variações de retorno dentro dos setores da bolsa.

### 2.1.1 Desempenho Econômico-Financeiro

Os indicadores provenientes da contabilidade financeira têm sido amplamente utilizados por analistas de mercado nas análises de ativos, bem como ferramentas para a mensuração do desempenho das organizações. Seu uso se dá principalmente por serem informações compreensíveis e genéricas da empresa, fornecerem uma visão do passado e permitirem projeções futuras (MACEDO; CORRAR, 2012; MARCOS et al., 2019). A Tabela 20 explora melhor essas variáveis.

Tabela 20 – Indicadores de desempenho econômico-financeiro.

INDICADORES	FÓRMULA ADOTADA	SIGLA	SUPORTE EMPÍRICO
Ativo Colateral	$AC = \frac{\text{(Estoque + Imobilizado)}}{\text{Total de Ativos}}$	A_COL	Ramli, Latan e Solovida (2019),
Crescimento da receita líquida	$C_{Rec} = \frac{\text{Receita líquida}_t}{\text{Receita líquida}_{t-1}}$	C_REC	Santos e Brito (2012), Selvam et al. (2016)
Crescimento de ativos	$C_{Ati} = \frac{\text{Ativo Total}_t}{\text{Ativo Total}_{t-1}}$	C_ATV	Santos e Brito (2012), Selvam et al. (2016), Ramli, Latan e Solovida (2019)
Crescimento do lucro líquido	$C_{LL} = \frac{\text{Lucro Líquido}_t}{\text{Lucro líquido}_{t-1}}$	C_LUC	Santos e Brito (2012), Selvam et al. (2016)
Dívida	$EDV = \frac{\text{Divida Total}}{\text{Ativo Total}}$	EDV	Vieira, Neves e Dias (2019)
Intangível	$INT = \frac{\text{Intangível}}{\text{Ativo Total}}$	INT	Ramli, Latan e Solovida (2019),
Liquidez	$LIQ = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$	LIQ	Ramli, Latan e Solovida (2019), Vieira, Neves e Dias (2019)
Margem de Lucro	$M_{Luc} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Receita Líquida}}$	M_LUC	Santos e Brito (2012), Selvam et al. (2016)
Margem EBITDA	$M_{EBT} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Receita Líquida}}$	M_EBT	Santos e Brito (2012), Selvam et al. (2016)
Tamanho	$TAM = \ln(\text{Ativo Total})$	T_ATV	Wu e Yaron (2018), Ramli, Latan e Solovida (2019), Vieira, Neves e Dias (2019)

Fonte: Elaborado pelo autor (2020).

O ativo colateral é uma das determinantes utilizadas para mensurar a estrutura do ativo. Ele representa o montante de ativos que podem ser utilizados como garantia na captação de recursos (JUCÁ et al., 2016). O pressuposto envolvido é que ativos tangíveis líquidos podem facilmente se tornar colaterais e fazer o processo inverso, resultando em um menor custo de agência e uma melhoria da produtividade da empresa, resultando então em uma relação positiva

entre o ativo colateral e o desempenho financeiro. As variáveis relacionadas a crescimento têm relação positiva com o desempenho por estarem associadas ao aproveitamento de oportunidades de crescimento e expansão, indicando saúde da empresa e facilidade de acesso (RAMLI; LATAN; SOLOVIDA, 2019; SANTOS; BRITO, 2012; SELVAM et al., 2016).

As demais variáveis, a exceção da dívida e do intangível, são indicadas com relação positiva com o desempenho financeiro (RAMLI; LATAN; SOLOVIDA, 2019; SANTOS; BRITO, 2012; SELVAM et al., 2016). A dívida está associada a alavancagem da empresa, sendo que empresas mais alavancadas tendem a ter maiores despesas financeiras que consequentemente impacta no resultado e no desempenho (VIEIRA; NEVES; DIAS, 2019).

Quanto a intangibilidade, apesar da relação proposta ser positiva, identificada para o mercado americano, diferentes estudos em mercados com grau de desenvolvimento menores, utilizando diferentes variáveis identificaram uma relação negativa entre intangibilidade e desempenho financeiro (CARVALHO; KAYO; MARTIN, 2010; RAMLI; LATAN; SOLOVIDA, 2019).

Visando padronizar as variáveis a relação foi invertida para as variáveis cuja relação negativa foi identificada, assim sugere-se a seguinte hipótese para a relação entre Desempenho Econômico-Financeiro e Retorno de Ações:

*Hipótese 1 – O desempenho econômico-financeiro tem relação positiva com o retorno de ações para os setores analisados.*

### **2.1.2 Desempenho estratégico**

O uso de apenas variáveis econômico-financeiras na previsão do desempenho sofre diversas críticas por não contemplar aspectos estratégicos da empresa (MACEDO; CORRAR, 2012). Venkatraman e Ramanujam (1986) defendem o desempenho de um empreendimento como sendo composto por fatores financeiros e organizacionais. Os aspectos organizacionais podem conferir vantagem competitiva à organização e consequentemente gerar um desempenho superior desta em relação aos concorrentes e ao mercado. A vantagem competitiva pode derivar tanto de recursos específicos detidos pela empresa quanto de uma estrutura que permite explorar um espaço do mercado protegido (BRITO; VASCONCELOS, 2004).

As variáveis estratégicas tendem a ser um desafio para as pesquisas, pois geralmente são utilizadas variáveis subjetivas, obtidas de fontes primárias que podem ser impactados por erros amostrais e não amostrais, além do viés do respondente (SANTOS; BRITO, 2012). Para este estudo buscou-se adaptar variáveis que representem especificidades e retratem a empresa,

a partir de medidas objetivas e de fontes secundárias, e estão sistematizadas na Tabela 21.

A variável Comércio Internacional, retrata uma postura comercial da empresa e está associada à sua produtividade. O mercado internacional dinâmico exige melhorias da capacidade existente e possui uma relação positiva e significativa com o desempenho (medido pelo ROA) (VU et al., 2019).

O número de funcionários nos estudos foi indicado como uma métrica de tamanho da empresa (VU et al., 2019; YOON; SUH, 2019) com relação positiva ao desempenho. Neste estudo, propõe-se que a variação do número de funcionários pode indicar algum fator da estratégia da empresa. O crescimento de funcionários tem apontado como um indicativo do crescimento, contudo quando testada empiricamente não foi explicativa para o construto associado (SANTOS; BRITO, 2012 p. 108). Busca-se também identificar por meio de uma proxy de remuneração, se as empresas que tem mais custos per capita com funcionários apresentam melhores resultados.

A idade de uma empresa tende a indicar uma maior resiliência, visto que as falências tendem a afetar as empresas mais novas. A idade é considerada um fator estratégico estrutural, em que as empresas com maior temporalidade a atingiram por meio de desempenhos consistentes (DORUK, 2019; YOON; SUH, 2019).

Tabela 21 – Determinantes de desempenho estratégico.

	INDICADORES	FÓRMULA ADOTADA	SIGLA	SUPORTE EMPÍRICO
Construto Estratégico	Comercio Internacional	Variável <i>Dummie</i> (1=Exporta, 0=Não exporta)	EXP	Vu et. al (2019)
	Crescimento do número de funcionários	$C_{Fun} = \frac{N^{\circ} \text{Funcionários}_t}{N^{\circ} \text{Funcionários}_{t-1}}$	C_FUN	Santos e Brito (2012), Selvam et al. (2016)
	Idade	Tempo de Atividade	IDA	Doruk (2019), Vu et. al (2019), Yoon e Suh (2019)
	Lucro Específico da Firma	$LEF = ROA_{Empresa} - \overline{ROA}_{Setor}$	LEF	Carvalho, Kayo e Martin (2010)
	Nível de Governança Corporativa	Variável <i>Dummie</i> (1=N2 ou NM, 0=Demais Classificações)	G_CORP	Adaptado de Selvam et al. (2016)
	Q Tobin	$QTobin = \frac{\text{Valor de Merc. + Div. Tot. Cont.}}{\text{Ativo Total}}$	Q_TOB	Carvalho, Kayo e Martin (2010)
	Proxy de Remuneração	$REM = \frac{\text{Obrig. Trabalh. e Previdenc.}}{N^{\circ} \text{ de Funcionarios}}$	F_REM	Vu et. al (2019)
	Tamanho_Func	Nº de Funcionários	FUNC	Vu et. al (2019), Yoon e Suh (2019)

Fonte: Elaborado pelo autor (2020).

O lucro específico da firma (LEF), indica que empresas que detém uma vantagem competitiva tendem a ter retornos superiores à média dos retornos das demais empresas do setor (CARVALHO; KAYO; MARTIN, 2010; VILLALONGA, 2004). Para este trabalho utilizou-

se o retorno sobre o ativo (*Return over Asset* - ROA) para mensurar o LEF.

O *Q de Tobin* apresenta pela ótica do investidor como a empresa posiciona-se ante a oportunidade de crescimento e como faz a gestão de suas dívidas (RAMLI; LATAN; SOLOVIDA, 2019). Há também a defesa de que essa variável está associada a vantagens competitivas que permitem uma redução de custos, ou mesmo impor barreiras à entrada de concorrentes por deter patentes ou ter economia de escala (VILLALONGA, 2004). Espera-se que a relação desta variável com o desempenho seja positiva.

O nível de governança corporativa busca apontar uma relação positiva com o desempenho. Essa expectativa é pautada em estudos que evidenciam essa relação (GOMPERS; ISHII; METRICK, 2003; NASCIMENTO et al., 2018). Argumenta-se que empresas com maiores níveis de Governança tem altos valores de mercado e de rentabilidade, com baixo custo de capital, além de apresentarem crescimento das vendas.

A partir dessas variáveis, a hipótese para relação entre o Desempenho Estratégico e o Retorno de ações foi construída, a partir da qual:

*Hipótese 2 – O desempenho estratégico tem relação positiva com o retorno de ações para os setores analisados.*

### **2.1.3 Dimensão Macroeconômica**

Fatores macroeconômicos são sistêmicos, tendem a afetar como um todo as empresas pertencentes a determinados setores industriais, entretanto podem afetar de forma diferente setores específicos (BANDEIRA-DE-MELLO; MARCON, 2005; BRITO; VASCONCELOS, 2004; MORAES, 2005). As condições macroeconômicas podem desempenhar um papel significativo na lucratividade, especialmente nas economias em desenvolvimento, em que a instabilidade macroeconômica gera problemas para as empresas em termos de desempenho (DORUK, 2019). Contudo, esse impacto tende a ser indireto, não influenciando os fluxos atuais, mas as oportunidades de investimento (KUMARI; KUMAR, 2018).

A dívida pública está associada a condições macroeconômicas de crescimento do PIB de forma negativa. O PIB por sua vez impacta as decisões financeiras da empresa e consequentemente no desempenho (RAMLI; LATAN; SOLOVIDA, 2019; VIEIRA; NEVES; DIAS, 2019) A relação teórica proposta é positiva para o PIB em relação ao desempenho. A inflação tende a desencorajar investimentos pela associação negativa desta variável em relação às projeções de fluxos de caixa futuro (CHEN; ROLL; ROSS, 1986; RAMLI; LATAN; SOLOVIDA, 2019). Relação negativa é também evidenciada quando se observa a taxa de juros

de curto prazo (RAMLI; LATAN; SOLOVIDA, 2019).

Analisando os impactos sobre índices setoriais, Costa e Costa (2018) apontam que o câmbio, tanto real quanto comercial, afetam negativamente diferentes setores, contudo não são significativos quando relacionados ao índice industrial. A Tabela 22 indica a construção das variáveis macroeconômicas.

Tabela 22 – Determinantes macroeconômicos.

	INDICADORES	FÓRMULA ADOTADA	SIGLA	SUPORTE EMPÍRICO
Construto Macroeconômico	Dívida Pública	Dívida externa bruta/PIB (%)	D_PUB	Vieira, Neves e Dias (2019)
	Inflação	Índice nacional de preços ao consumidor (INPC)	IPC	Chen, Roll e Ross (1986), Ramli, Latan e Solovida (2019)
	Produto interno bruto (PIB)	Média Anual do Índice de Atividade Econômica do Banco Central do Brasil (IBC-Br)	I_IBC	Adaptado de Maciel e Ballini (2010), Doruk (2019), Ramli, Latan e Solovida (2019), Vieira, Neves e Dias (2019)
	Taxa de Cambio	Média anual do Índice da taxa de câmbio real (IPC-FIPE)	I_CAM	Adaptado de Carvalho e Vieira (2014), Doruk (2019)
	Juros de curto prazo	Média anual Taxa média mensal de juros das operações de crédito - Total - % a.m.	JUR	Adaptado de Maciel e Ballini (2010), Ramli, Latan e Solovida (2019)
	Crescimento do PIB	$C_{PIB} = \frac{PIB_t}{PIB_{t-1}}$	C_PIB	Doruk (2019), Ramli, Latan e Solovida (2019)

Fonte: Elaborado pelo autor (2020).

A partir dessas variáveis, as hipóteses para relação entre a Dimensão Macroeconômica e as demais variáveis foram construídas, a partir da qual:

**Hipótese 3** – *A dimensão macroeconômica tem relação significativa com o desempenho econômico-financeiro para os setores analisados.*

**Hipótese 4** – *A dimensão macroeconômica tem relação significativa com o desempenho estratégico para os setores analisados.*

**Hipótese 5** – *A dimensão macroeconômica tem relação significativa com o retorno para os setores analisados.*

### 3 METODOLOGIA

Esta pesquisa pode ser caracterizada pela sua abordagem qualitativa e explicativa, pois procura identificar fatores determinantes para a ocorrência dos fenômenos sob análise, buscando a razão e o porquê do estado das coisas. Sabendo que os dados são coletados em momento posterior a sua ocorrência, e a impossibilidade de criação de grupos de tratamento, a

pesquisa é caracterizada por ser *ex-post-facto*. Esse delineamento de pesquisa caracteriza-se pela impossibilidade de manipulação das variáveis independentes (GIL, 2008; RAUPP; BEUREN, 2006).

### 3.1 A coleta dos dados e a amostra

Os dados financeiros foram coletados da base de dados do Economática, com dados anuais compreendendo o período de 2011 a 2018 (último ano com dados completos). As informações econômicas foram extraídas para o mesmo período, das bases do Banco Central do Brasil e IPEADATA. Outras informações relevantes, como empresas exportadoras, funcionários e nível de governança corporativa foram extraídos das bases do Ministério da Economia, Indústria, Comércio Exterior e Serviços (MDIC), Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e B3.

Para definição da amostra, partiu-se do universo de empresas de capital aberto listadas na B3. Em seguida foram aplicados os critérios de exclusão da amostra. Foram removidas empresas pertencentes ao setor financeiro pela especificidade dos ativos e estrutura das demonstrações contábeis.

Em seguida foram removidas empresas cujas informações não estavam disponíveis, seja por abertura de capital dentro do período definido, seja por não divulgação. A partir da amostra final foram selecionados os setores de Bens industriais, Comunicações, Materiais básicos, Petróleo, gás e biocombustíveis, Saúde e Tecnologia da informação, por conveniência do pesquisador

Foram removidas, também, as empresas que não apresentavam informações para duas ou mais variáveis. Ao final do processo de remoção, obteve-se um total de 82 empresas com dados disponíveis. Essas empresas se distribuíam em 6 setores, com 8 períodos observáveis para cada empresa, como pode ser observado na Tabela 23.

Tabela 23 – Setores analisados.

Setor	Períodos	Empresas
Bens industriais	320	40
Comunicações	24	3
Materiais básicos	168	21
Petróleo, gás e biocombustíveis	56	7
Saúde	64	8
Tecnologia da informação	24	3

Fonte: Elaborado pelo autor (2020).

Hair et. al (2014) indica que o G\*Power deve ser utilizado para cálculo da amostra, levando em conta a complexidade específica (nº máximo de setas apontadas para um construto), e um poder estatístico de 80% com 5% de significância. Dois setores apresentaram apenas 3 empresas, com 24 observações (inferior as 43 calculadas pelo G\*Power) e seus resultados podem ser pouco representativos, contudo, foram mantidas nas análises.

Quanto aos dados ausentes, algumas empresas não apresentaram dados para alguma das variáveis ou algum período específico para uma variável. Não foram realizadas inserções de dados, sendo que para análises de equações estruturais, utilizou-se a opção padrão do software Smart-PLS, que exclui os casos.

### 3.2 Análises realizadas

Para este estudo, foi utilizada a abordagem de Modelagem de equações estruturais (*Structural Equation Modeling – SEM*) por mínimos quadrados parciais (*Partial Least Squares -PLS*). Essa abordagem é adequada para estudos exploratórios, e busca explicar a variância na variável dependente quando se analisa o modelo (HAIR JR et al., 2014). Para tal, toda variância é considerada, e não se assume erro aleatório de variância ou erro de especificação de medida (ANDERSON; GERBING, 1988).

A especificação do modelo envolve a avaliação do modelo estrutural e o modelo de mensuração. O modelo estrutural representa a relação entre os construtos enquanto o modelo de mensuração representa a relação entre cada indicador e o construto ao qual se relaciona (HAIR JR et al., 2014; SARSTEDT; CHEAH, 2019).

O modelo estrutural é formalmente definido por:

$$\gamma = B\gamma + \zeta \quad (1)$$

em que,  $\gamma$  é o vetor de todas as variáveis latentes dependentes,  $B$  é a matriz de coeficientes de caminho e  $\zeta$  é o termo de erro da variável latente dependente (SARSTEDT; CHEAH, 2019).

Quando a análise passa para a mensuração do modelo, existem duas formas de análise. O modelo pode ser reflexivo, em que os indicadores são um reflexo imperfeito do construto latente, ou formativo que combina os indicadores para formar o construto (HAIR JR et al., 2014; SARSTEDT; CHEAH, 2019). Este trabalho utilizou construtos reflexivos, visto que o desempenho nas suas dimensões apresenta diferentes formas de mensuração e indicadores variados e os modelos reflexivos visam maximizar a variância explicada (ANDERSON;

GERBING, 1988). Assim, assume-se que a mensuração do modelo foi feita por:

$$Z = C\gamma + \varepsilon \quad (2)$$

em que,  $Z$  é o vetor de todos os indicadores,  $C$  é a matriz de *loadings* relacionando indicadores e construtos e  $\varepsilon$  é o termo de erro dos indicadores (SARSTEDT; CHEAH, 2019). A representação gráfica deste modelo é indicada por setas com sentido do construto para o indicador.

Para a avaliação do modelo reflexivo, é preciso avaliar o indicador, confiabilidade do construto, validade convergente e validade discriminante. Assegurados esses pressupostos, é avaliado o modelo estrutural, focando basicamente na significância e relevância dos coeficientes do caminho e no poder explicativo do modelo (por exemplo, o  $r^2$ ), bem como em seu poder preditivo (HAIR JR et al., 2014; SARSTEDT; CHEAH, 2019).

O SEM-PLS é caracterizado por ser um método estatístico não paramétrico, lidando, portanto, com distribuições não normais para os dados. Assim, na análise do modelo estrutural, para verificar o nível de significância dos coeficientes sem precisar atender os pressupostos da distribuição, utiliza-se o *bootstrapping* do *software*, que gera sub amostras a partir dos dados originais estimando um modelo para cada sub amostra (HAIR JR et al., 2014).

Analisando o modelo estrutural, ainda foi mensurado o tamanho de efeito ( $f^2$ ) que é obtido a partir de:

$$f^2 = \frac{r_{includo}^2 - r_{excluido}^2}{1 - r_{includo}^2} \quad (3)$$

em que  $r_{includo}^2$  é o valor do  $r^2$  com o construto e  $r_{excluido}^2$  é o valor do  $r^2$  com esse construto removido do modelo.

Também se avalia a relevância preditiva do modelo utilizando-se o *Blindfolding*. A relevância preditiva ( $Q^2$ ) é dada pela análise dos erros do modelo original em comparação com os erros do modelo com amostras calculadas. Similar ao  $f^2$ , também é possível analisar o tamanho de efeito no modelo preditivo a partir do  $q^2$  (HAIR JR et al., 2014).

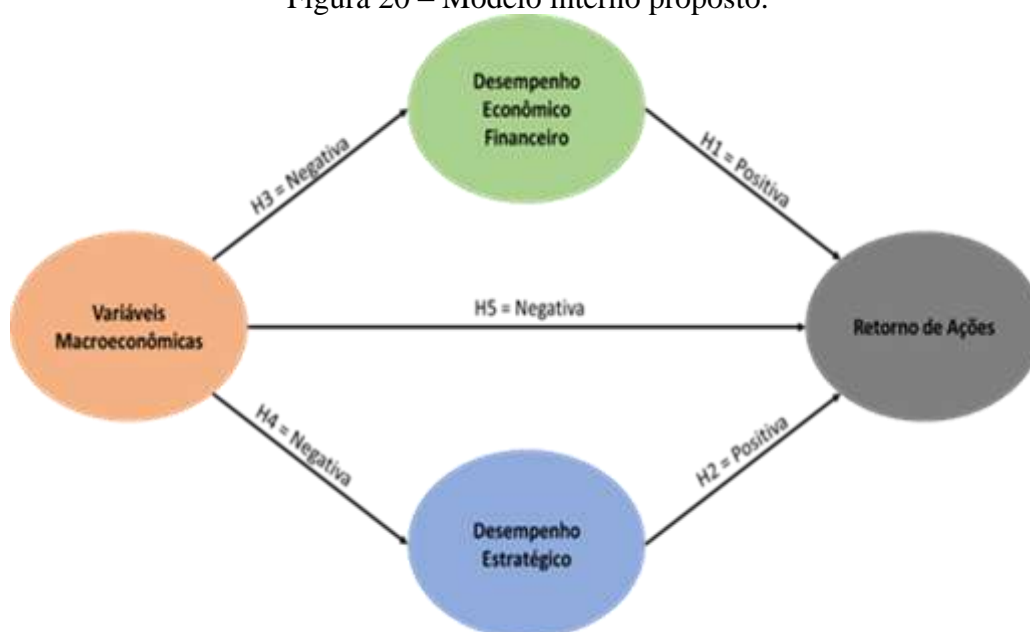
#### 4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

As análises foram conduzidas individualmente por setor a fim de analisar as eventuais diferenças de relação entre as variáveis. Com o auxílio do software Smart-PLS, foram calculados os modelos a partir do modelo representado na Figura 20.



O primeiro passo foi realizar a análise PLS e identificar as cargas externas de cada indicador com seu construto latente. Adotou-se o procedimento descrito por Hair et. al (2014) para a seleção dos indicadores. Assim, foram mantidos os indicadores com maior carga ( $x > 0,7$ ) e analisados os indicadores com carga média ( $0,4 > x < 0,7$ ), segundo seu impacto na Variância Média Extraída (*Average Variance Extracted* – AVE). Indicadores com cargas inferiores a 0,4 ( $x < 0,4$ ) foram removidos do modelo final. Esse procedimento foi realizado recalculando o modelo a cada indicador removido, até que o construto atingisse os critérios de AVE. A partir dos resultados foi elaborada a Tabela 24 com as cargas externas dos modelos testados.

Figura 20 – Modelo interno proposto.



Fonte: Elaborado pelo autor (2020).

Para diferentes setores, diferentes indicadores compuseram o construto. O setor de bens industriais o construto foi composto pelo crescimento da receita (C\_REC) e pela margem EBITDA (M\_EBT) indicando uma preocupação focada no fluxo de caixa da empresa e em como ela aumenta sua produtividade e eficiência no manejo destes recursos a fim de manter o crescimento. O setor de Petróleo Gás e Biocombustíveis tem também uma construção econômica que representa a evidenciação do quanto da receita transforma-se em lucro e como as empresas deste setor gerenciam sua liquidez.

Aspectos como o ativo colateral (A\_COL) foram representativos, para o setor de Saúde e Comunicações. A leitura feita é que para estes setores há uma maior dependência de tecnologias e maquinários específicos que permitem atingir melhores resultados. No setor de

Tecnologia da informação, uma relação forte com a intangibilidade evidencia a importância deste fator que associado ao tamanho do ativo implica em empresas com visão oposta aos setores de Saúde e Comunicações.

Tabela 24 – *Outer loadings* dos modelos para setores individuais.

Construto	Indicador	Bens Industriais	Comunicações**	Materiais Básicos	Petróleo, Gás e Biocomb.	Saúde	Tecnologia da Informação**
ECONOMICO FINANCEIRO	C_REC	0,920					
	M_EBT	0,545			0,846		
	A_COL		0,854			0,924	
	EDV		0,702				
	EDV_I*			0,564			
	LIQ			0,920	0,509		
	M_LUC				0,911		
	INT						0,779
	INT_I*					0,883	
	T_ATV_I*					0,709	
	T_ATV						0,834
	C_ATV						0,590
ESTRATÉGICO	G_CORP	0,456					0,959
	LEF_SET	0,945			0,476	0,712	
	IDA_I*		0,596				
	IDA						0,635
	F_REM		0,871	0,603			
	C_FUN			-0,901		0,826	
	FUN				0,844		
	Q_TOB				0,83		0,702
MACRO ECONÔMICO	D_PUB	0,868		0,944	0,947	0,905	
	I_CAM	0,955	0,866	0,953	0,953	0,980	
	JUR_I*	0,484	0,753				
	I_IBC						0,987
	C_PIB						0,506
RET	RET	1,000			1,000		
	DIV		1,000	1,000		1,000	1,000

\*: Variável com relação invertida

\*\* : Setor com número pequeno de amostras

Fonte: Dados da Pesquisa (2020).

Diferentes indicadores também foram observados para o construto Estratégico, com destaque para o indicador de Lucro Específico da Firma (LEF\_SET), que compõe o construto em três setores, implicando a importância dos resultados da empresa em relação aos concorrentes diretos. O setor de Saúde teve seu construto influenciado pela variação do número de funcionários (C\_FUN) e o Lucro Específico da Firma, enquanto Materiais Básicos o indicador C\_FUN ajuda a compor este construto associado negativamente a F\_REM, um fator

de remuneração construído.

Já o construto Macroeconômico, os fatores associados a Cambio (I\_CAM) e Dívida Pública (D\_PUB) compuseram a maioria dos setores. As taxas de Juros de Curto prazo foram significativas para os setores de Bens industriais e Comunicações, enquanto medidas de crescimento econômico se relacionaram apenas ao setor de tecnologia da informação. As medidas de retorno variaram de setor para setor, sendo que o retorno (RET) foi representativo para os setores de Bens Industriais e Petróleo, Gás e Biocombustíveis, enquanto os Dividendos distribuídos (DIV) compuseram Comunicações, Materiais Básicos, Saúde e Tecnologia da Informação.

As cargas externas (*outer loadings*), que cada indicador apresentou em relação ao construto, apontaram para a Validade Discriminante e Validade Convergente. Os indicadores foram analisados buscando atingir pressupostos de Confiabilidade Composta ( $x > 0,7$ ) e Validade Convergente ( $AVE > 0,5$ ). Para todos os valores de confiabilidade e validade foi encontrada significância estatística a 5% ( $p < 0,05$ ). Os dados de confiabilidade e Validade são apresentados no Tabela 25.

Tabela 25 – Confiabilidade composta e validade convergente.

Setor	Construto	Confiabilidade Composta	Variância Média Extraída (AVE)
Bens Industriais	Econômico Financeiro	0,715	0,571
	Estratégico	<b>0,686</b>	0,551
	Macroeconômico	0,829	0,633
	Retorno	1,000	1,000
Comunicações	Econômico Financeiro	0,757	0,611
	Estratégico	0,708	0,557
	Macroeconômico	0,793	0,659
	Retorno	1,000	1,000
Materiais Básicos	Econômico Financeiro	0,725	0,582
	Estratégico	0,733	0,588
	Macroeconômico	0,947	0,899
	Retorno	1,000	1,000
Petróleo, Gás e Biocomb.	Econômico Financeiro	0,811	0,601
	Estratégico	0,771	0,543
	Macroeconômico	0,949	0,903
	Retorno	1,000	1,000
Saúde	Econômico Financeiro	<b>0,583</b>	0,712
	Estratégico	0,745	0,595
	Macroeconômico	0,942	0,890
	Retorno	1,000	1,000
Tecnologia da Informação	Econômico Financeiro	0,782	0,550
	Estratégico	0,816	0,605
	Macroeconômico	0,744	0,616
	Retorno	1,000	1,000

Fonte: Dados da Pesquisa (2020).

A Validade Discriminante que mede a diferenciação entre os construtos foi analisada

pelo *Cross-Loadings*, que mede a adequação do indicador ao construto e pelo Critério de Fornell-Larcker que diferencia os construtos entre si (HAIR JR et al., 2014).

Os modelos atenderam os pressupostos de forma que os maiores valores de correlação foram na relação proposta entre indicador e construto (*Cross-Loadings*), e do construto com ele mesmo (Fornell-Larcker). Apesar de valores de confiabilidade composta não atingirem os pressupostos as informações relativas ao construto econômico-financeiro no setor de Saúde, e construto estratégico no setor de Bens Industriais, foram mantidos na análise pelos valores associados de validade convergente serem representativos.

Analisando o modelo estrutural, foi verificado a colinearidade dos indicadores e construtos, sendo que Hair et. al (2014) sugere valores inferiores a 5 ( $VIF < 5,0$ ) como aceitáveis. Nos modelos testados esse pressuposto foi atendido. Assim, passamos à análise do modelo estrutural, iniciando pelos coeficientes de caminho que são apresentados na Tabela 26 para cada setor, mostrando ainda as estatísticas da análise e o valor p de cada relação de caminho.

Tabela 26 – Coeficientes de caminho para os modelos. (Continua)

Setor	Caminho	$\beta$ (Beta)	Média da Amostra (M)	Desv. Padrão (STDEV)	Estatística T ( O/STDEV )	Valor P
Bens Industriais	Econ. Financeiro -> Retorno	0,152	0,162	0,075	2,030	<b>0,042***</b>
	Estratégico -> Retorno	0,115	0,125	0,067	1,714	0,087
	Macroeconômico -> Econ. Financeiro	0,134	0,128	0,060	2,257	<b>0,024***</b>
	Macroeconômico -> Estratégico	-0,014	-0,023	0,065	0,222	0,824
	Macroeconômico -> Retorno	-0,183	-0,188	0,054	3,375	<b>0,001***</b>
Comunicações	Econ. Financeiro -> Retorno	-0,466	-0,445	0,166	2,797	<b>0,005***</b>
	Estratégico -> Retorno	0,227	0,318	0,254	0,895	0,371
	Macroeconômico -> Econ. Financeiro	-0,389	-0,418	0,220	1,769	0,077
	Macroeconômico -> Estratégico	0,356	0,325	0,257	1,384	0,166
	Macroeconômico -> Retorno	-0,100	-0,075	0,202	0,492	0,623
Materiais Básicos	Econ. Financeiro -> Retorno	0,412	0,396	0,127	3,246	<b>0,001***</b>
	Estratégico -> Retorno	0,480	0,434	0,193	2,484	<b>0,013***</b>
	Macroeconômico -> Econ. Financeiro	0,076	0,082	0,087	0,875	0,382
	Macroeconômico -> Estratégico	0,130	0,112	0,108	1,206	0,228
	Macroeconômico -> Retorno	-0,044	-0,034	0,058	0,766	0,444
Petróleo, Gás e Biocomb.	Econ. Financeiro -> Retorno	0,296	0,310	0,089	3,332	<b>0,001***</b>
	Estratégico -> Retorno	0,192	0,206	0,130	1,474	0,141
	Macroeconômico -> Econ. Financeiro	-0,124	-0,148	0,141	0,880	0,379
	Macroeconômico -> Estratégico	-0,061	-0,065	0,193	0,313	0,754
	Macroeconômico -> Retorno	-0,282	-0,275	0,097	2,910	<b>0,004***</b>
Saúde	Econ. Financeiro -> Retorno	0,360	0,353	0,180	2,005	<b>0,045***</b>
	Estratégico -> Retorno	0,097	0,094	0,120	0,807	0,420
	Macroeconômico -> Econ. Financeiro	-0,030	-0,063	0,170	0,175	0,861
	Macroeconômico -> Estratégico	-0,352	-0,361	0,124	2,834	<b>0,005***</b>
	Macroeconômico -> Retorno	-0,024	-0,024	0,163	0,150	0,881

Tabela 26 – Coeficientes de caminho para os modelos. (Conclusão)

Sector	Caminho	$\beta$ (Beta)	Média da Amostra (M)	Desv. Padrão (STDEV)	Estatística T ( O/STDEV )	Valor P
Tecnologia da Informação	Econ. Financeiro -> Retorno	0,045	0,064	0,338	0,134	0,894
	Estratégico -> Retorno	0,758	0,522	0,614	1,234	0,217
	Macroeconômico -> Econ. Financeiro	0,573	0,606	0,204	2,812	<b>0,005***</b>
	Macroeconômico -> Estratégico	0,644	0,647	0,341	1,891	0,059
	Macroeconômico -> Retorno	-0,450	-0,231	0,713	0,630	0,529

\*\*\*Valor P Significativo a 5% ( $p < 0,05$ )

Fonte: Dados da Pesquisa (2020).

O construto econômico-financeiro apresentou relação positiva e significância a 5% ( $p < 0,05$ ) para todos os setores, exceto para o setor de Tecnologia da Informação. Ele sofre influências macroeconômicas significativa nos casos dos setores de tecnologia ( $p=0,005$ ), e de Bens Industriais ( $p=0,024$ ).

Na Tabela 26 são apresentados os coeficientes de caminho para o modelo proposto nos diferentes setores. O construto estratégico impacta sobre o retorno de forma positiva e com significância a 10% ( $p < 0,1$ ) nos setores de Bens Industriais e Materiais Básicos, sofrendo ainda influências macroeconômicas significativas para o setor de Saúde, com relação negativa. No setor de materiais básicos o construto estratégico tem a variação de funcionários negativamente associada ao construto, indicando que para este setor, a redução de funcionários impactou positivamente a distribuição de dividendos.

O construto macroeconômico, além das influências descritas anteriormente ainda exerce impacto direto sobre o retorno nos setores de petróleo e bens industriais. Esses setores têm seu construto macroeconômico associados ao câmbio, que Costa e Costa (2018) relacionam negativamente ao índice setorial. Já as empresas que compuseram o setor de Bens industriais, apresentaram uma predominância delas relacionadas a logística, que possui uma forte dependência de fatores macroeconômicos, em parte creditadas as variações cambiais e que também são perceptíveis no setor de petróleo.

Analisando o coeficiente de determinação dos modelos em relação ao  $r^2$ , apenas os setores de Saúde e Tecnologia da Informação não apresentaram Valor P significativo ( $p < 0,05$ ), apesar de ambos apresentarem coeficientes de caminho significativos.

O setor de materiais básicos apresenta um coeficiente de determinação ( $r^2$ ) de 0,48 indicando que 48 % das variações em Y (Dividendos) podem ser explicadas pelo modelo que considera significativos os impactos dos construtos estratégico e econômico-financeiro. Já o setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis tem 24% das variações de Y (Retorno) explicadas por um modelo que considera impactos significativos dos construtos econômico-financeiro e macroeconômicos. Na Tabela 27 podemos conferir os valores de  $r^2$  para todos os setores.

Tabela 27 – Análise do  $r^2$  dos modelos quando associados ao retorno.

Setor	$r^2$	Média da Amostra (M)	Desvio Padrão (STDEV)	Estatística T( O/STDEV )	Valor P
Bens Industriais	0,0769	0,0961	0,0319	2,4135	<b>0,016***</b>
Comunicações	0,3320	0,4659	0,1266	2,6228	<b>0,009***</b>
Materiais Básicos	0,4871	0,4680	0,1913	2,5463	<b>0,011***</b>
Petróleo, Gás e Biocomb.	0,2428	0,2874	0,0843	2,8788	<b>0,004***</b>
Saúde	0,1398	0,1958	0,0938	1,4895	0,136
Tecnologia da Informação	0,3486	0,4997	0,1910	1,8251	0,068

\*\*\*Valor P Significativo a 5% ( $p < 0,05$ )

Fonte: Dados da Pesquisa (2020).

Quando avaliamos a relevância preditiva do modelo ( $Q^2$ ) podemos avaliar a acurácia do modelo em prever variações futuras. Desse modo, foram analisados quanto a capacidade preditiva apenas os modelos cujo *Valor p* para  $r^2$  foi significativo ( $p < 0,05$ ). Os setores que apresentaram melhores valores de  $r^2$  apresentaram também melhor acurácia na previsão de retornos (Dividendos).

Hair et al. (2014) afirmam que valores como 0,02 indicam uma baixa relevância preditiva, 0,15 uma média relevância preditiva e 0,35 grande relevância. Dessa forma, os resultados apontam que apenas o setor de Bens Industriais apresenta uma pequena relevância, enquanto os demais setores apresentam uma relevância preditiva média. Os resultados são apresentados na Tabela 28.

Tabela 28 – Análise do  $Q^2$  dos modelos quando associados ao retorno.

Setores	$R^2$	$Q^2$
Bens Industriais	0,0769	0.036
Comunicações	0,3320	0.200
Materiais Básicos	0,4871	0.300
Petróleo, Gás e Biocomb.	0,2428	0.180

Fonte: Dados da Pesquisa (2020).

Para analisar o tamanho dos efeitos que os construtos exercem sobre o Retorno (Y), foram realizados os cálculos do tamanho do efeito do construto no modelo ( $f^2$ ). Foi realizada a análise do efeito preditivo, assim como o tamanho do efeito preditivo do construto ( $q^2$ ). A partir destes dados foi elaborada a Tabela 29, que explora as relações entre os construtos e o retorno para cada setor.

Tabela 29 – Análise dos efeitos ( $f^2$  e  $q^2$ ) dos construtos quando associados ao retorno.

Setor	Caminho	$\beta$ (Beta)	Valor P	Efeito $f^2$	Efeito $q^2$
Bens Industriais	Econômico-financeiro -> Retorno	0,1524	<b>0,0425</b>	0,0208	0,0083
	Estratégico -> Retorno	0,1151	0,0867	0,0121	-0,0124
	Macroeconômico -> Retorno	-0,1831	<b>0,0007</b>	0,0355	0,0301
Comunicações	Econômico-financeiro -> Retorno	-0,4656	<b>0,0052</b>	0,2265	0,2038
	Estratégico -> Retorno	0,2270	0,3709	0,0554	-0,0738
	Macroeconômico -> Retorno	-0,0995	0,6230	0,0121	-0,0313
Materiais Básicos	Econômico-financeiro -> Retorno	0,4118	<b>0,0012</b>	0,3117	0,3286
	Estratégico -> Retorno	0,4803	<b>0,0130</b>	0,4192	0,1171
	Macroeconômico -> Retorno	-0,0442	0,4438	0,0037	-0,0100
Petróleo, Gás e Biocomb.	Econômico-financeiro -> Retorno	0,2964	<b>0,0009</b>	0,1133	0,0889
	Estratégico -> Retorno	0,1923	0,1406	0,0482	0,0085
	Macroeconômico -> Retorno	-0,2817	<b>0,0036</b>	0,1030	0,0877

Fonte: Dados da Pesquisa (2020).

No setor de bens industriais foi evidenciado um efeito pequeno dos construtos em relação ao construto retorno. Num apanhado geral do setor, é possível identificar, portanto, que o construto econômico-financeiro influencia de forma positiva os retornos de ações. Esse resultado corrobora com os achados de Carneiro (2017), que identificou relação positiva entre o crescimento médio da receita, e o EBITDA em relação aos retornos anormais. Evidenciam ainda uma relação significativa entre o EBITDA e as variações de retorno a longo prazo. Assim, conclui-se que a relação positiva evidenciada indicaria que investidores neste setor tendem a criar expectativas de retornos futuros com base no valor positivo destes indicadores.

Também é aceito o impacto significativo do construto macroeconômico, de maneira negativa, corrobora com diferentes estudos, como no mercado de capitais português em que a relação entre percentual de dívida pública sobre o PIB foi significativa e positiva com os retornos, relação contrária evidenciada nos resultados discutidos. O indicador de Taxa de Juros, que Ramli, Latan e Solovida (2019) apontaram como significativo e negativo para o mercado indonésio.

O setor de Comunicações apresenta o construto econômico-financeiro proeminente nas explicações, além de ser o único cujo coeficiente é negativamente relacionado ao retorno, tem um efeito moderado, enquanto os demais possuem um baixo efeito de tamanho. Sua relação negativa pode estar associada aos fatores que compõe o construto (Ativo Colateral e Endividamento), sendo que estes têm uma correlação positiva entre si e negativa sobre o retorno explicado pelos dividendos tal como evidenciado no mercado português (VIEIRA; NEVES;

DIAS, 2019) e indonésio (RAMLI; LATAN; SOLOVIDA, 2019). A explicação que pode satisfazer essa relação seria o fato de que as empresas, neste setor, que possuem um maior valor de ativos que podem ser utilizados como garantia, tem uma maior propensão a terem alto endividamento e essas duas variáveis associadas tendem a diminuir a distribuição de dividendos neste setor. A relação do ativo colateral também foi evidenciada por Reis, Campos e Pasquini (2017) de forma negativa para empresas com baixo crescimento.

Tanto o tamanho de efeito deste construto quanto a relevância preditiva impactam de forma moderada sobre os dividendos. Ressalta-se que este setor contou com apenas 3 indivíduos observados por 8 períodos, número inferior de observações ao recomendado pela literatura, o que indica fragilidade dos resultados encontrados.

Materiais Básicos é o segundo setor com maior número de observações e basicamente tem suas variações de retorno explicadas pelos construtos estratégico e econômico-financeiro, ambos com um tamanho de efeito elevado sobre o  $r^2$ . O construto econômico-financeiro implica, neste setor, que empresas com endividamentos menores e com maior liquidez estão mais suscetíveis a distribuir maiores dividendos. Esses resultados corroboram com os resultados de Futema, Basso e Kayo (2009) que analisando dados entre 1995 e 2004 para empresas brasileiras aponta uma relação negativa entre endividamento e lucratividade e uma relação significativa entre lucratividade e distribuição de dividendos.

O construto estratégico foi composto por fatores relacionados ao número de funcionários, sendo que tanto as empresas de Bens industriais quanto as empresas de Materiais básicos analisadas neste estudo, apresentaram uma redução de mais de 25% do número de funcionários no decorrer do período analisado. Essa informação permite indicar que esse enxugamento do quadro funcional permitiu a empresa redução de custos e conseqüentemente gerar maiores lucros, o que impactou significativamente na distribuição de dividendos. O resultado já havia sido identificado para empresas brasileiras. Moraes, Florêncio e Omaki (2001) abordando estratégias de empresas exitosas indicaram que mais de 18% das entrevistadas utilizaram como prática de Recursos Humanos a redução do quadro funcional. Nesta mesma amostra, mais de 35% tinham como prática financeira a redução de custos.

Analisando a capacidade preditiva do modelo em relação ao construto retorno, nota-se que ambos os construtos possuem tamanho de efeito médio para o construto econômico-financeiro e alto para o Estratégico. Em contrapartida o tamanho do efeito preditivo, teve sua ênfase no construto econômico-financeiro que possui média relevância, enquanto o construto estratégico relevância baixa.

As variações de retorno do setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis estão associadas



aos construtos econômico-financeiro e macroeconômico, sendo uma relação positiva para o primeiro e negativa para o segundo. O construto econômico-financeiro está associado as métricas de lucro e liquidez, impactando positivamente na variação de preço das ações. O construto macroeconômico tem associação ao índice de câmbio e a dívida pública. A relação mais robusta é relacionada ao câmbio, pelo fato de o setor trabalhar com commodities cujos preços são regulados externamente deixando os custos da empresa sensíveis à volatilidade cambial, impactando negativamente no retorno medido pela variação de preço das ações. Esses resultados corroboram com Costa e Costa (2018) que apontam um efeito cambial com relação negativa ao índice setorial.

A partir destes resultados, foi elaborada a Tabela 30 que sintetiza o comportamento das hipóteses nos diferentes setores, apenas para as relações significativas. As relações para os setores de Saúde e Tecnologia da informação também foram incluídas, contudo ressalta-se que a aceitação destas hipóteses é feita apenas pela significância do coeficiente de caminho e sobre os construtos Estratégico e Econômico Financeiro.

Tabela 30 – Relação de hipóteses aceitas em relação aos setores.

Setor	H1	H2	H3	H4	H5
Bens Industriais	(+) Aceita		(+) Aceita		(-) Aceita
Comunicações					
Materiais Básicos	(+) Aceita	(+) Aceita			
Petróleo, Gás e Biocomb.	(+) Aceita				(-) Aceita
Saúde				(-) Aceita	
Tecnologia da Informação			(+) Aceita		

Fonte: Dados da Pesquisa (2020).

Assim é possível afirmar que há heterogeneidade entre os setores quanto aos indicadores que são significativos para explicar as variações de retorno, medido não apenas pela variação de preço, como pela distribuição de dividendos.

Como apontamentos adicionais, cabe ressaltar que o construto Macroeconômico, nos modelos descritos, apresenta uma relação negativa associada ao Retorno e uma relação positiva quando associado ao Construto Econômico financeiro. Foi observada ainda uma relação negativa quando associado ao construto estratégico. Não foi analisada a mediação sobre essas relações.

Um modelo agrupado com todos os setores foi analisado pelo mesmo procedimento. Contudo, apesar de atender os pressupostos de validade e confiabilidade, seus construtos não apresentaram relações de caminho nem coeficientes de determinação significativos.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho foi construído a fim de analisar a relação entre os determinantes de desempenho em relação as variações de retorno, para setores da bolsa de valores, a fim de identificar a importância das determinantes de desempenho separadas em três dimensões. As análises foram conduzidas utilizando Modelagem de Equações Estruturais (SEM) pelo método dos mínimos quadrados parciais (PLS).

Os resultados indicaram que nos construtos estratégico e econômico-financeiro, os setores analisados apresentam diferenças nas informações associadas a cada construto. Os mesmos indicadores foram utilizados no início das análises, contudo o refinamento exigido pela metodologia a fim de agregar confiabilidade e validade ao construto, permitiu evidenciar que os construtos são representados por diferentes indicadores em cada setor. Esses indicadores relacionam-se direta ou indiretamente ao resultado da empresa, mas podem fornecer explicações adequadas para as variações de retorno.

A hipótese 1 deste trabalho propunha que o construto econômico-financeiro influenciava positivamente o retorno de ações, e pode ser verificada quando os indicadores associados ao construto apresentam a relação positiva associada a lucratividade. Apesar da associação com o lucro, diferentes indicadores foram representativos e a hipótese foi confirmada para os setores de Bens Industriais, Materiais Básicos e Petróleo, Gás e Biocombustíveis.

No setor de comunicações a relação evidenciada foi negativa. Esse resultado é corroborado pela literatura, pois as variáveis que compõem o construto são diretamente relacionadas ao endividamento, que está associado negativamente a lucratividade, e esta, positivamente ao retorno. Essa análise relativa ao setor de comunicações precisa de um maior aprofundamento empírico e uma amostra mais confiável para ser suportada.

Já a Hipótese 2 apontava uma relação positiva entre o desempenho estratégico e o retorno pode ser verificada apenas no setor de materiais básicos. Nos demais setores, apesar da relação positiva, os valores do teste estatístico não foram significativos. Contudo, a utilização de indicadores subjetivos poderia agregar mais robustez aos resultados e conseqüentemente evidenciar relações mais sólidas.

Dentre as hipóteses relacionadas ao construto macroeconômico, foi possível verificar certa similaridade entre os indicadores representativos nos diferentes setores, principalmente associados ao efeito cambial. Foi possível evidenciar essa relação negativa desta dimensão

quando associado ao retorno (H5) para os setores de Bens Industriais e Petróleo de forma significativa.

As hipóteses exploratórias H3 que representa a relação macroeconômica sobre o construto econômico-financeiro foi validada para os setores de Bens Industriais e Tecnologia da Informação, enquanto H4 que indica impacto macroeconômico sobre o construto estratégico pode ser validada apenas para o setor de saúde

Dentre as limitações deste trabalho pode-se apontar a amostra relativamente pequena evidenciada em alguns setores, que pode ser corrigida em pesquisas futuras. Ainda este estudo, por tratar da perspectiva do acionista, baseou-se em informações específicas das empresas amplamente disponíveis, e em métricas de cálculo acessíveis ao público, contudo indicadores provenientes de *surveys* poderiam ser incorporados ao modelo e conferir-lhe mais robustez.

Sugere-se para futuros trabalhos explorar essas relações de maneira mais aprofundada para cada setor, adotando técnicas de análise multivariadas e assim trazer novas perspectivas sobre essas relações.

## REFERÊNCIAS

- ANDERSON, J. C.; GERBING, D. W. Structural equation modeling in practice: A review and recommended two-step approach. **Psychological Bulletin**, [s. l.], v. 103, n. 3, p. 411–423, 1988.
- BANDEIRA-DE-MELLO, R.; MARCON, R. Unpacking firm effects: modeling political alliances in variance decomposition of firm performance in turbulent environments. **Revista de Administração Contemporânea**, [s. l.], v. 9, n. spe1, p. 41–64, 2005.
- BRITO, L. A. L.; VASCONCELOS, F. C. De. A heterogeneidade do desempenho, suas causas e o conceito de vantagem competitiva: proposta de uma métrica. **Revista de Administração Contemporânea**, [s. l.], v. 8, n. spe, p. 107–129, 2004.
- BUENO, A. F. Os dividendos como estratégia de investimentos em ações. **Revista Contabilidade & Finanças**, [s. l.], v. 13, n. 28, p. 39–55, 2002.
- CARNEIRO, J. M. T. et al. Building a Better Measure of Business Performance. **RAC-Eletrônica**, [s. l.], v. 1, n. 2, p. 114–135, 2007.
- CARNEIRO, R. da C. **Oferta Inicial Pública e Ofertas subsequentes, performance a longo prazo: Evidências do mercado de ofertas do Brasil**. 2017. Escola de Dissertação de Mestrado - Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, [s. l.], 2017.
- CARVALHO, F. de M.; KAYO, E. K.; MARTIN, D. M. L. Tangibilidade e intangibilidade na determinação do desempenho persistente de firmas Brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, [s. l.], v. 14, n. 5, p. 871–889, 2010.
- CHEN, N.-F.; ROLL, R.; ROSS, S. A. Economic Forces and the Stock Market. **The Journal**

of **Business**, [s. l.], v. 59, n. 3, p. 383–403, 1986.

COSTA, L. F. C. Da; COSTA, M. G. Da. Os Impactos de Fatores Macroeconômicos sobre Índices de Ações Setoriais: uma Análise através do Algoritmo de Seleção de Modelos Autometrics. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, [s. l.], v. 6, n. 3, p. 96–109, 2018.

DORUK, Ö. T. Macroeconomic determinants of firm performance: Evidence from Turkey. **The Singapore Economic Review**, [s. l.], p. 1–20, 2019.

FUTEMA, M. S.; BASSO, L. F. C.; KAYO, E. K. Estrutura de capital, dividendos e juros sobre o capital próprio: testes no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, [s. l.], v. 20, n. 49, p. 44–62, 2009.

GARTNER, I. R. Modelagem multiatributos aplicada à avaliação do desempenho econômico-financeiro de empresas. **Pesquisa Operacional**, [s. l.], v. 30, n. 3, p. 619–636, 2010.

GIL, A. C. **Métodos E Técnicas De Pesquisa Social**. 6ª ed., São Paulo - SP: Editora Atlas, 2008.

GOMPERS, P.; ISHII, J.; METRICK, A. Corporate Governance and Equity Prices. **The Quarterly Journal of Economics**, [s. l.], v. 118, n. 1, p. 107–156, 2003.

HAIR JR, J. F. et al. **A primer on partial least squares structural equation modeling (PLS-SEM)**. [s.l.] : Sage Publications, 2014.

JENSEN, M. C. Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. **Journal of Applied Corporate Finance**, [s. l.], v. 14, n. 3, p. 8–21, 2001.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, [s. l.], v. 3, n. 4, p. 305–360, 1976.

JUCÁ, M. N. et al. Endividamento e Estrutura de Ativos: Evidências no Brasil. **Revista de Finanças Aplicadas**, [s. l.], v. 7, n. 1, p. 1–19, 2016.

KUMARI, R.; KUMAR, N. Determinants of Firm Performance : A Conceptual Analysis. **Pacific Business Review International**, [s. l.], v. 10, n. 11, p. 133–140, 2018.

LAMOUNIER, W. M.; NOGUEIRA, E. M. Causalidade entre os retornos de mercados de capitais emergentes e desenvolvidos. **Revista Contabilidade & Finanças**, [s. l.], v. 18, n. 43, p. 34–48, 2007.

LEITE, U. M. B.; GUIMARÃES JÚNIOR, F. R. F. Selecionando Portfólio De Ativos Utilizando Variáveis Fundamentalistas No Mercado Brasileiro. **RAUnP - ISSN 1984-4204**, [s. l.], v. 9, n. 1, p. 62–72, 2017.

MACEDO, M. A. da S.; CORRAR, L. J. Análise Comparativa do Desempenho Contábil Financeiro de Empresas com Boas Práticas de Governança Corporativa no Brasil. **Rc&C**, [s. l.], p. 42–61, 2012.

MARCOS, C. et al. Desempenho Econômico-Financeiro e o Grau de Internacionalização de Empresas Listadas no Novo Mercado da B3. **Revista Contabilidade e Controladoria**, [s. l.],

v. 10, n. 2, 2019.

MARKOWITZ, H. Portfolio Selection. **The Journal of Finance**, [s. l.], v. 7, n. 1, p. 77–91, 1952.

MILLER, C. C.; WASHBURN, N. T.; GLICK, W. H. The Myth of Firm Performance. **Organization Science**, [s. l.], v. 24, n. 3, p. 948–964, 2013.

MORAES, E. A. **Análise da decomposição do desempenho de empresas brasileiras utilizando modelos lineares mistos e de componentes de variância**. 2005. Tese de Doutorado - Escola de Administração de Empresas de São Paulo, [s. l.], 2005.

MORAES, W. F. A.; FLORÊNCIO, C.; OMAKI, E. Uma década de sucesso: estratégias competitivas de grandes empresas brasileiras exitosas. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO 2001, **Anais...** [s.l: s.n.]

NASCIMENTO, J. C. H. B. Do et al. As relações entre governança corporativa , risco e endividamento e suas influências no desempenho financeiro e no valor de mercado das empresas brasileiras. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, [s. l.], v. 11, n. 1, p. 166–185, 2018.

PENROSE, E. **A Teoria do Crescimento da Firma**. Campinas - SP: Editora UNICAMP, 2006.

RAMLI, N. A.; LATAN, H.; SOLOVIDA, G. T. Determinants of capital structure and firm financial performance—A PLS-SEM approach: Evidence from Malaysia and Indonesia. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, [s. l.], v. 71, p. 148–160, 2019.

RAUPP, F. M.; BEUREN, I. M. Metodologia da Pesquisa Aplicável às Ciências Sociais. In: **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. São Paulo - SP: Atlas, 2006. p. 76–97.

REIS, R. T.; CAMPOS, A. L. S.; PASQUINI, E. S. A influência dos determinantes da estrutura de capital conforme o estágio do ciclo de vida das empresas brasileiras. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, [s. l.], v. 7, n. 3, p. 127–142, 2017.

SANTOS, J. B.; BRITO, L. A. L. Toward a subjective measurement model for firm performance. **BAR - Brazilian Administration Review**, [s. l.], v. 9, n. SPL. ISS, p. 95–117, 2012.

SARSTEDT, M.; CHEAH, J.-H. Partial least squares structural equation modeling using SmartPLS: a software review. **Journal of Marketing Analytics**, [s. l.], v. 7, n. 3, p. 196–202, 2019.

SELVAM, M. et al. Determinants of Firm Performance: A Subjective Model. **International Journal of Social Science Studies**, [s. l.], v. 4, n. 7, 2016.

SILVEIRA, A. D. M. Da; YOSHINAGA, C. E.; BORBA, P. da R. F. Crítica à teoria dos stakeholders como função-objetivo corporativa. **Caderno de Pesquisas em Administração**, [s. l.], v. 12, n. 1, p. 33–42, 2005.

TOURINHO, O.; KUME, H. Os impactos setoriais de acordos de comércio: análise com um modelo CGE da economia brasileira. **Rio de Janeiro, Institute of Applied Economic Research (IPEA)/Ministry of Development, Industry and Commerce**, [s. l.], 2002.

VENKATRAMAN, N.; RAMANUJAM, V. Measurement of Business Performance in Strategy Research: A Comparison of Approaches. **The Academy of Management Review**, [s. l.], v. 11, n. 4, p. 801, 1986.

VIEIRA, E. S.; NEVES, M. E.; DIAS, A. G. Determinants of Portuguese firms' financial performance: panel data evidence. **International Journal of Productivity and Performance Management**, [s. l.], p. IJPPM-06-2018-0210, 2019.

VILLALONGA, B. Intangible resources, Tobin's q, and sustainability of performance differences. **Journal of Economic Behavior & Organization**, [s. l.], v. 54, n. 2, p. 205–230, 2004.

VU, T.-H. et al. Determinants of Vietnamese Listed Firm Performance: Competition, Wage, CEO, Firm Size, Age, and International Trade. **Journal of Risk and Financial Management**, [s. l.], v. 12, n. 2, p. 62, 2019.

YOON, J.; SUH, M.-G. Determinants of organizational performance: some implications for top executive leadership in Korean firms. **Asia Pacific Business Review**, [s. l.], v. 25, n. 2, p. 251–272, 2019.

ZANON, A. R. M.; ARAÚJO, C. G. De; NUNES, A. Influência da política de dividendos no valor de mercado das empresas brasileiras. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, [s. l.], v. 7, n. 3, p. 326–339, 2017.